全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

投资中最简单的事

60亿美元私募基金合伙人 / 跨国对冲基金创始人 / 2800亿元公募基金投资总监
22年投资经验凝聚之首部作品

邱国鹭◎著

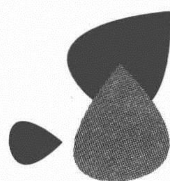
高瓴资本董事长 张磊 作序推荐

49



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

投资中最简单的事

邱国鹭◎著



微信扫码，领取作者独家讲义

中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资中最简单的事 / 邱国鹭著 .—北京：中国人民大学出版社，2014.10
ISBN 978-7-300-19623-7

Ⅰ.①投… Ⅱ.①邱… Ⅲ.①投资 - 通俗读物 Ⅳ.① F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 155716 号

上架指导：金融投资 / 个人理财

版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京诚英律师事务所　吴京菁律师
北京市证信律师事务所　李云翔律师

投资中最简单的事
邱国鹭　著
Touzi zhong Zui Jiandan de Shi

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	**邮政编码**	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511770（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京中印联印务有限公司		
规　　格	170 mm × 230 mm 16 开本	**版　　次**	2014 年 10 月第 1 版
印　　张	15　插页 1	**印　　次**	2015 年 1 月第 4 次印刷
字　　数	182 000	**定　　价**	45.90 元

版权所有　侵权必究　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

张磊
高瓴资本董事长

天下武林，林林总总。名门正宗如少林武当，诚然名扬天下，而武林之大，但凡修得暗镖神剑者，亦可独步江湖。所以门派无尊贵，只有适合不适合。本序开宗明义：即使最成功的投资人，也要心胸坦荡，认识到自我局限，不可以名门正宗自居，须认识到获得真理是一个学无止境、永远追求的过程。

十八般武艺样样精通，仅出现在武侠传说中。对一个普通理性投资者来说，如何走一个心灵宁静（peace of mind）、越走越宽的康庄大道，国鹭这本《投资中最简单的事》呈现了一个最直白、最真实、最给力的阐述。

我对国鹭的景仰，除了他追求真理的真性情以外，便是其极强的自我约束力和发自内心的受托人（fiduciary）责任感。记得看过一个研究报告，发现成功与智商等等关系都不大，但与儿时就展现的自我控制力有极大的关系。实验中几个小朋友每人分得一个糖果，并被告知如果现在不吃，等到几个小时后大人回来，可以拿到更多的糖果。结果有的忍不住，就先吃了眼前的一个，后来再也没有糖果吃。而能够忍住眼前诱惑，等到最后的，则得到了几倍的收获。跟踪研究发现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些儿时就展现出自我约束力的小朋友后期成功的可能性大大提高。在多数人都醉心于“即时满足”（instant gratification）的世界里，懂得用“延迟满足”（delayed gratification）去做交易的人，已先胜一筹了。

“我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱。”这种极致的受托人理念不是每个投资人都有勇气践行的，但是路遥知马力，坚持下去，必会得到投资人的长期支持和信赖。正如国鹭所言，“理性只会迟到，但不会缺席。”

高瓴资本的成立初衷就是选择一群有意思的人做一些有意思的事。我们所坚持的“守正用奇”在书中得到了最好的印证：坚持价值投资的理念，但同时对主流观点保持质疑和求证的精神；清醒地认识到能力圈的边界，但同时不断地挑战自我，去开拓新的未知世界。所以我们提出了投资团队的好奇、独立、诚实。在热点纷呈的中国一二级资本市场，如果没有定力，不能保持智力上的独立与诚实，很难不随波逐流。同时，如果不始终保持和发掘好奇心，很难在这么高强度的工作中保持青春与活力。

“The No.1 rule of the game is to stay in the game”。投资这个游戏的第一条规则就是得能够玩下去。再好的投资理念都要放到实践中去验证。长期投资、逆向投资最大的敌人是价值陷阱。即使再伟大的投资人，犯错误都是必然的。能否把犯错误的代价控制到一定风险范围内，是甄选出一个成熟投资人的关键。“君子不立危墙之下。”虽然各种投资方法都有可能产生好的投资回报，但其中隐含的风险是大不相同的。大多数情况下，国鹭书中所阐述的价值投资和逆向投资理念都是减少风险（derisk）的好方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，还是要有个好心境、好家庭、好身体。投资到最后，反映的是你个人的真实性情和价值观。健康的环境和心情是长期修行的结果。成功诚然需要运气和际遇的配合，但能否幸福地去做投资则掌握在你自己手里。

如果有机会的话，这本书希望孩子们也来读。

张磊

于加州 Lake Tahoe, 2014 年夏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我投身股市已经22年，进入基金行业担任职业投资人也已经15年了，见证过1992年排队买认购证时一本万利的疯狂，经历过1999年纳斯达克鸡犬升天的科技股狂潮以及泡沫破裂后狂跌90%的大崩盘，也参与了2008年全球金融危机时对冲基金对华尔街投行的挤兑。在市场的风风雨雨中，我时常会有感而发，产生提笔写些什么的想法，却总是没能实现。

三年前开始写微博时，本来只想为自己散乱的投资思考留下只言片语，却意外地得到了各方朋友的支持和认可。几篇即兴写就的长微博，居然也都有三四千次转发和三四百万次阅读，着实让我惊讶。许多良师益友也一直劝我出本书，把近年写下的文章和随笔汇集成册，便于各方朋友阅读和指正。

这本书起名为《投资中最简单的事》，字面上看是对于霍华德·马克斯的《投资最重要的事》的东施效颦之举，但也有背后的深义。投资本身是一件很复杂的事，宏观上涉及国家的政治、经济、历史、军事，中观上涉及行业格局演变、产业技术进步、上下游产业链变迁，微观上涉及企业的发展战略、公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

治理、管理层素质、财务状况、产品创新、营销策略等方方面面。我们固然可以通过金融学、经济学、心理学、会计学、统计学、社会学、企业管理学等跨学科的综合知识体系来应对这个复杂的问题，但是，是否可以化繁为简、直接追问什么才是投资的本质？有没有一些简单可行的法则和工具能够让我们直接触及投资的本质？既然投资有太多复杂的因素难以把握，我们能不能只试着去把握那些能够把握的最简单的事，把那些不能把握的复杂因素留给运气和概率？

在从业余炒股者成长为职业投资人的过程中，我在不同的阶段钻研过各式各样的投资方法：从打探消息、跟庄炒作，到定量投资、程序化交易；从看K线图的技术分析，到看财务报表的基本面分析；从精选个股的集中投资，到行业配置的组合投资；从寻找未来收入爆发的成长投资，到专注现有资产低估的价值投资。这期间我也认识了投资风格各异的成功人士，意识到每个人的性格、经验、学识和能力决定了最适合他的投资方式，不论哪种投资方法，只要做到精、做到深、做到专，就能立于不败之地。然而，我在实践中也深深地体会到，对于大多数人而言，只有价值投资才是真正可学、可用、可掌握的，因此它成为了我职业生涯中一直坚持使用的投资方式。

诚然，对于一个真正的投资者而言，价值和成长是不可割裂的，一个没有成长的公司很难说有很高的价值，一个估值过高的成长公司也很难说是好的投资标的。但是，如果一定要区分狭义的价值投资和成长投资的话，我会把价值投资表述为$P_0<<V_0<V_n$，把成长投资表述为$P_0<V_0<<V_n$。其中，P_0是股票今天的价格，V_0是公司现在的价值，V_n是公司未来的价值，“<<”代表“远小于”。价值投资和成长投资殊途同归，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是希望现在以五毛钱的价格购买未来价值一元钱的企业（$P_0<<V_n$），两者的区别无非是企业的价值支撑的来源不同。成长投资的价值支撑主要来自企业未来收入和利润的高增长，更强调公司未来的价值 V_n 要远大于公司现在的价值 V_0，但这种投资需要预测未来的远见，只有极少数的人能够做到。价值投资的价值支撑主要来自企业现有资产、利润和现金流，更注重公司现在的价格 P_0 是否远小于公司现在的价值 V_0，这种投资需要分析现在，难度相对较小，大多数人通过学习都能够掌握。

不可否认，每个投资人都有自己的能力边界和局限性，但只要认识到了局限性的存在，就可以在一定程度上摆脱它的制约。我对自己的局限性是这样认识的：我更擅长总结过去的规律性的东西，而不擅长预测未来的突破和演变；我更擅长在变化中寻找不变，而不擅长在不变中寻找变化。意识到这种局限性的存在之后，我开始尽力寻找一些历史上被证明行之有效的简单法则、简单工具，然后长期坚持。

比如，我把选股的要素简化为估值、品质和时机，并且淡化了时机的重要性（不是因为不重要，而是因为难把握），于是选股的复杂问题就变成了寻找“便宜的好公司”这个相对简单的问题。然后，针对不同的行业特性，利用波特五力、杜邦分析、估值分析等简单工具，弄清这个行业里决定竞争胜负的关键因素是什么、什么样的公司算“好公司”、什么样的价格是“便宜”。举例来说，对于餐饮业而言，回头客多、翻台率高、坪效高的就是“好公司”；对于连锁零售业而言，同店增长高、开店速度快、应收账款低的就是“好公司”；对于制造业而言，规模大、成本低、存货少的就是“好公司”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，我还努力奉行一些简单的原则，例如：

第一，便宜才是硬道理。即使是普通公司，只要足够便宜，也会有丰厚的回报。A股市场鱼龙混杂，发现“价格合理的伟大公司”的难度远远超过寻找“价格被低估的普通公司”。

第二，定价权是核心竞争力。有核心竞争力的公司有两个标准：一是做的是自己可以不断复制的事情，比如麦当劳和星巴克可以不断地跨区域开新店，在全世界成功复制；二是做的是别人不可能复制的事情，具备独占资源、品牌美誉度、专利、技术、寡头垄断地位、牌照准入限制等特征，最终体现为企业的定价权。

第三，胜而后求战，不要战而后求胜。百舸争流的行业，增长再快也很难找投资标的，不妨等待行业“内战”结束、赢家产生后再做投资。许多人担心在胜负已分的行业中买赢家会太迟，其实腾讯、百度、格力、茅台等企业在十年前就已经是各自行业里的赢家了，但是十年来它们的涨幅依然惊人。

第四，人弃我取，逆向投资。不论是巴菲特、索罗斯，还是邓普顿、卡尔·伊坎，投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力。A股的情绪波动容易走极端，任何概念和主题，无论真假，只要够新够炫，都能在短期内炒翻天，但是爆炒之后常是暴跌，因此对于如我这般手脚不快的人来说，“人多的地方不去”更是至理名言。

以上这些都是很简单的法则和工具，所以不可能“总是对”、也不一定“马上对”，但是这些法则和工具都是经过许多成功投资人长期验证的、触及投资本质的、规律性的东西。**这些规律性的东西虽然看起来是投资**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中最简单的事，却也是投资中最本质的东西，并不会因为时空的不同而产生大的差异——虽然每隔几年就会有一段时间，市场的狂热让人觉得“这次不同了”。15 年来，我亲身经历过两次市场对价值投资的广泛质疑，一次是 1999 年纳斯达克泡沫的顶峰，另一次是 2013 年 A 股的创业板热潮。虽然两次质疑相隔了 14 年，但是其中的相似之处如此之多，以至于人们不得不感叹人性的亘古不变。虽然科学技术的进步日新月异，但是人性中不变的贪婪和恐惧，总能让那些认为“这次不同了”的观点，随着时间的推移被证明只不过是对历史的健忘。

我想把这本书献给我的父亲邱华炳。父亲是位大学教师，一生潜心学术、著作等身，学生遍布金融、财税、经济的各个领域。因为父亲，我在成长之初就近距离地接触到许多之后的业界精英并向他们学习。不论是在专业还是生活上，父亲都是我不折不扣的启蒙老师，他总是教育我做事先做人，要常怀感恩之心，要多读书，不在于积累知识而在于培养能力。父亲去世已经十多年了，但是每次遇到他以前的学生，许多人依然清晰地记得父亲说过的话和言谈举止的细节，他们流露出来的真挚情感和深切怀念，总令我感动不已。本书的稿酬将全部捐给父亲生前从事的教育事业和关心的家乡公益事业。

最后，要特别感谢高瓴资本的张磊先生百忙中为本书作序。张磊先生是我最钦佩的投资人，他对行业规律的深刻理解、对企业品质的深入剖析、对格局变化的前瞻性把握都是非常值得我学习的地方，他的序言无疑为本书增色许多。同时，我也衷心感谢巴曙松、詹余引、陈鸿桥、裘国根和赵丹阳等良师益友们拨冗为本书所写的推荐语。韩海峰做了许多协助文字整理的细致工作，在此一并致谢。另外，要特别感谢湛庐文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的精心编辑，使原本杂乱无章的众多内容升华成一本脉络清晰的书。

谨以此书与所有的投资人共勉。由于本书由不同时间点所写的文章、随笔和演讲实录汇集而成，所作的一些判断和评论都带有鲜明的时间烙印和特定背景，请广大读者在阅读时注意甄别。由于作者水平有限，疏漏在所难免，不足之处，欢迎各方朋友们批评指正。

邱国鹭

2014 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

推荐序 /I
自 序 /V

第一部分 投资理念

01 以实业的眼光做投资 /3
02 人弃我取，逆向投资的关键 /15
03 便宜是硬道理 /27

【投资随想录】 硬币的两面
遛狗理论
个例与规律

第二部分 投资方法

04 投资的三个基本问题 /51
05 宁数月亮，不数星星 /85
06 经验就像旧衣服 /91

【投资随想录】 扑克与投资
投资眼光
股票式债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分 投资风险

07 价值陷阱与成长陷阱 /103
08 真假风险与安全边际 /111
09 价值投资的局限性 /121

【投资随想录】 往事如烟
几句废话

第四部分 投资策略

10 四种周期、三种杠杆，行业轮动时机的把握 /137
11 未来 10 年：投资路在何方 /145
12 对冲中国：机遇与挑战 /155

【投资随想录】 投资大白话
国家竞争优势
《美国士兵守则》的投资解读

第五部分 投资心理学

13 人性的弱点：投资者常见的心理误区 /175
14 后视镜 /179
15 傻瓜定价说 /181
16 这次不同了 /182
17 树动风动心动 /184
18 知易行难 /185

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附 录 投资访谈

投资需要逆向思维 /189

A 股市场是价值投资者的乐土 /195

“超额收益主要来自行业配置，国内啤酒业已至拐点” /199

“狼性 3 号”：一种是跑得快的人，另一种是熬得住的人 /205

投资戒盲目，慎选“风口的猪” /209

后记 /215

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第一部分
投资理念

我的投资哲学就是买别人不买的东西，在没人买的时候买。

卡尔·伊坎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

01

以实业的眼光做投资

下跌后，悲痛欲绝；上涨后，欢欣雀跃。两者均无必要。其实，经济还是那个经济，公司还是那个公司，既不因为急跌而变得更差，也不会因为急涨而变得更好。股价的短期起伏，反映的只是看客们的情绪波动，与企业价值无关。以买企业的心态做投资，不因急跌而失措，也不因急升而忘形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#护城河#

每三四年就得重挖一次的护城河其实不能算是护城河，而没有护城河就不断会有前浪死在沙滩上。在一个先发优势不断被颠覆、没有永远的赢家的行业里，只有勇于自我否定、因时而变才能生存。

#成长vs门槛#

多数人喜欢成长，但我喜欢门槛。成长是未来的，难预测；门槛是既成的，易把握。高门槛行业，新进入者难存活，因此行业供给受限，竞争有序，有利于企业盈利增长。低门槛行业，行业供给增长快，无序竞争，谁也赚不到钱。（门槛，即行业护城河）

#成长vs门槛：案例#

白色家电行业2000—2005年增长迅速，但利润不佳，股价疲软；2006—2010年行业增速减缓，但利润大增，龙头股价上涨十几倍。拐点是2005年行业大洗牌，小厂退出，之后龙头企业在规模、渠道、成本、品牌等方面优势扩大，阻止了新进入者，行业格局从野蛮生长的无序竞争转变为有门槛的有序竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

01

以实业的眼光做投资

十几年前我刚进入基金业的时候，曾问过公司的一位资深合伙人，怎样才能成为一名优秀的基金经理。他说，其实很简单，你只要记住两条：**第一，把客户的钱当作自己的钱来珍惜；第二，把二级市场的股票投资当作一级市场的实业投资来分析。**

这是不是一门好生意

如果用自己的钱做实业投资，首先要考虑的问题就是：这是不是一门好生意。不过，二级市场有时就是偏爱“烂生意”。比如 2013 年市场上非常火爆的手机游戏行业，就是一门烂生意。

根据艾瑞咨询的不完全统计，2012 年仅在苹果的 IOS 平台上，就有 3 883 家公司推出的 10 400 款手机游戏，如果再加上安卓平台就更是不计其数了。但在这么多的游戏当中，月流水过千万的却屈指可数。

即使你行大运做出了一款火爆的游戏，产品的生命周期一般也只有 3~6 个月，之后你就得推出新产品。而事实上，在数千家游戏开发商中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够连续推出两款火爆游戏的实在是凤毛麟角。目前绝大多数的手机游戏是单机游戏，单机游戏的特点就是产品生命短，这一点和网页游戏很像。事实表明，页游行业的内容开发方很难做大，只是市场选择对此视而不见罢了。

手游不像端游那样有较好的用户黏度，一款重度端游可以火个五年十年，靠的是在游戏中建立起的一种深度互动的、牢固的社会关系。但是，社交游戏也不能保证自身的持续性，就像 Facebook 上曾经一统江湖的 Zynga，过去这一年多股价暴跌 80%。几年前，火得不能再火的偷瓜偷菜游戏也是熟人之间的社交游戏，但是火过一阵子也就销声匿迹了，这样的商业模式你怎么能给出高估值呢？他今年赚的钱再多，你怎么能够知道三五年后这家公司是否还能像现在一样红火呢？而且，手机游戏内容开发商的议价权其实是很有限的，主要的钱都被平台商赚走了。

大家都想成为平台，但是，要成为一个平台又谈何容易？苹果系统只有一个平台，安卓平台最后成功的可能也只有两三个，再加上腾讯的微信平台，铁定又要分流走很多游戏玩家。在这样的形势下，手机游戏开发商其实只能是“人为刀俎，我为鱼肉”，让平台把百分之七八十的收入分走。

人们只看到 7 亿手机用户这个巨大的市场，却忽视了这其实是个竞争无比激烈、一将功成万骨枯的行业。人们只看到成功的“一将”，选择性地忽视了“枯了的万骨”。任何公司只要跟手游沾点边就能够被爆炒，甚至连旅游公司推出个手机自助游软件也能够受到市场的追捧。市场的非理性可见一斑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

长期牛股 什么行业易出长期牛股?行业集中度持续提高的行业。因为这样的行业有门槛，有先发优势，后浪没法让前浪死在沙滩上，易出大牛股。相反，如果行业越来越分散，说明行业门槛不高，既有的领先者没有足够深的护城河来阻止追赶者抢夺其市场份额，这种行业一般是城头变幻大王旗，各领风骚两三年。

企业的商业模式和现金流状况

用自己的钱做实业投资要考虑的第二个问题，就是这门生意的现金流状况如何，毕竟做生意的最终目的是赚取现金流。

2013 年受市场热捧的电影行业其实是个现金流状况很差的行业。中国每年会拍七百多部电影，只有两百多部能够上映，其中票房能够超过五亿的屈指可数。即使赚了五亿的票房“大获成功”的电影，扣除分给院线的一半，再扣除发行费宣传费，制片方能够拿到手的大概只有 2 亿多一点。再扣除给编剧、导演、制片和演员的薪酬以及拍摄中的各种成本，最后剩下的净利润可能只有几千万。

更麻烦的是，从现金流的角度看，拍电影得先写剧本，然后请导演、搭班子、雇演员，支出一大笔费用，一年半载之后影片开始发行、宣传，又是一大笔费用，而且电影公映之后要等好几个月才能从票房中分到钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以很多电影公司不管利润怎样，现金流都是大幅为负，抗风险能力特别弱，一有风吹草动就容易元气大伤。

不论是美国的百年老店米高梅，还是后起之秀梦工厂，只要有一片大制作成了票房毒药，就逃脱不了破产和被收购的命运。美国的电影业发展了上百年，居然没有一家独立的电影公司，全都只是大型的综合传媒集团的一部分，这也体现了电影作为一个独立的商业模式的内在缺陷。

另外，电影的定价权掌握在导演和演员手里，观众买票到电影院是去看范冰冰、徐峥和冯小刚的，不是去看电影公司的，所以名导演和名演员的薪酬总能涨到让电影制片方不怎么赚钱的水平。就好比欧洲的足坛，虽然球星拥有天价收入，俱乐部却在亏损，原因很简单：定价权在球星手里。迪士尼能够历经百年屹立不倒，很重要的原因是米老鼠和唐老鸭不会要求涨片酬。

用自己的钱做实业投资的人，除了些另有所图的暴发户以外，很少有人会真金白银地砸重金投资电影，因为这是个现金流很差、不确定性很高的行业。A 股的电影公司动辄两三百亿市值，但是与他们相同体量的在美股上市的中国电影公司的市值却只有 15 亿人民币，两者相差十几倍。

我们再来比较一下房地产公司的商业模式，北上广深随便卖栋别墅都是几千万利润，顶得上一部好电影了。拍电影不一定每部都能火，而别墅几乎每栋都卖得掉。再从现金流的角度看，地产公司只要出钱拍了地，挖个坑、做个沙盘就可以预售了，客户会排着队把钱交上，他用你的钱盖你的房子，自己对现金流的要求其实并不高（盲目高价拿地的除外）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

好公司的两个标准 一是它做的事情别人做不了；二是它做的事情自己可以重复做。前者是门槛，决定利润率的高低和趋势；后者是成长的可复制性，决定销售增速。如果二者不可兼得，宁要有门槛的低增长（可持续），也不要没门槛的高增长（不可持续）。门槛是现有的，好把握；成长是将来的，难预测。

行业的竞争格局和公司的比较优势

用自己的钱做实业投资要考虑的第三个问题就是行业的竞争格局以及公司是否具有比较优势。简单说来，就是你作为一个后来者，想颠覆既有的龙头老大的地位，就得看自己能够为客户提供哪些不可比拟的价值，以及相对于竞争对手的比较竞争优势在哪里。

互联网金融也是2013年的市场热点。许多人认为，再过五年十年，传统银行作为一个行业即将消失，所有的一切都会被网络银行替代。其实网络银行并不是什么新鲜事物。14年前我研究生毕业后买的第一辆新车，就是用从美国的网络银行中得到的贷款购买的。当时，我只是在网络上填一张表格，第二天早上，快递就把一张支票送到我手里了。然后我把那张支票拿去4S店买下了一辆新车，用户体验可谓极佳。

2003年时人们都认为，十年后所有的传统银行都将被网络银行替代，我对此也深信不疑。然而十年过去了，美国的银行业仍然是富国、JP摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根的天下，而我钟爱的那家网络银行也在2007年破产了——甚至都没熬到金融危机的到来。

2013年时，许多研究员向我推荐互联网金融的股票，都说互联网会取代传统银行，我当时问了他们一个问题：为什么网络银行在美国、韩国、日本、欧洲这些互联网经济比我们更为发达的国家和地区尝试了十几年都没有取得成功？没有人能够回答这个问题。

有人说是因为品牌和信任的欠缺，但我们可以看看美国运通的例子。它是金融业中的老牌企业，巴菲特几十年来的重仓股，品牌号召力不可谓不强，客户的信任度不可谓不高。他们也设立过网络银行，我还曾经是他们的客户，它的银行卡可以在任何银行的ATM机取款，美国运通会替你出手续费。网络银行付的存款利息也比许多传统银行高，你可以和其他银行一样开支票、在线支付，用户体验非常好，但最后也没有做成功。

互联网的本质是“人生人”，优势在于能以极低成本服务无数客户，规模效应体现在“人多”，二八现象不明显，是典型的散户经济，得散户者得天下。银行业的本质是“钱生钱”，规模效应体现在“钱多”，80%的业务来自20%的客户，二八现象显著，得大户者得天下，而且那20%的大客户是需要线下的高端服务的，这就是网络银行至今在欧美日韩都没有很成功的案例的重要原因。看一下日本最成功的网络银行乐天银行：成立12年，拥有420万客户，才600亿人民币的存款，人均存款1.5万元。再比较一下国内某股份制银行的私人银行部门：拥有2万客户，4 000亿存款，人均2 000万存款。两者高下立现。

互联网“人生人”主要靠两条：一是网络效应（例如淘宝，买家多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖家就多，卖家多买家更多；社交网站，美女多帅哥就多，帅哥多美女更多），二靠人多提升用户体验（用户越多搜索结果越精确；用户越多，对餐厅的点评越靠谱）。可惜的是，网络银行并不会因为用户多而形成网络效应或者提升用户体验，因此优势并不明显。

中国电子商务增长速度比美国快得多，于是许多人就认为中国互联网对银行业的颠覆也会比美国快得多。其实，这种观点忽略了中美两国的产业格局的巨大差异。

美国的线下零售业在互联网出现时就已经很强大了，涌现了沃尔玛、家得宝、塔吉特、百思买等一批世界级的零售巨头，因此美国互联网很难彻底颠覆线下零售，目前美国的前 10 大电子商务网站大多是由传统零售企业经营的。中国的线下零售业由于地方保护主义的影响，并未形成沃尔玛、家得宝那样的全国性大企业，而且线下零售的物流成本、租金成本居高不下，从出厂价到零售价链条过长、运营效率低下、加价倍率过高，所以天猫、京东、唯品会等电商企业才能一路以摧枯拉朽之势攻城略地，可以说，中国线下零售的分散和低效是中国线上电商迅速崛起的重要原因。

相反，中国的线下银行业比美国的线下银行业要集中得多，五大国有银行和上市股份制银行的市场份额、资本实力、品牌认知、网点优势都远胜于美国同行，因此，互联网银行想要颠覆中国银行业，难度远大于颠覆零售行业，原因很简单：线下对手要强大得多。举个简单的例子，银行是有资本充足率要求的，上市股份制银行的净资本动辄两三千亿，这是过去十几年的行业利润留存和资本市场多次融资后形成的积累，单这一项就不是新设立的互联网银行一朝一夕能够赶上和颠覆的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相比之下，中国的基金行业比美国的基金行业要弱得多，美国最大的资产管理公司一家就管理了3万多亿美元的资产，而中国的整个基金行业加起来才管理了3万多亿元人民币，差距巨大。同时，基金行业没有像银行业那么高的资本金门槛，国内的大型基金公司管理着数千亿的资产，但是注册资本金大多才一两亿，净资产也才二三十亿。因此，中国的互联网金融首先从基金业取得突破也就顺理成章了。

在美国的互联网金融发展过程中，真正受冲击的其实是传统的券商经纪业务，迄今为止银行业受的影响并不大。那些认为互联网应该能够轻易地击败传统银行的观点，严重地低估了中国银行业的竞争力。事实上，银行在IT和科技上的投入丝毫不比互联网公司少，互联网金融崛起的结果更可能是科技进步帮助传统银行业更好地服务于既有客户，而不是颠覆性地改变行业现有格局。

投资微论

寡头的力量 回顾过去5年，寡头垄断行业的利润增长往往不断超出预期，而市场集中度低的行业则常常陷于恶性竞争和价格战的泥潭之中。白色家电（空调、冰箱和洗衣机）和黑色家电（电视）两个行业的不同发展历程就是最好的明证。所以，投资制造业时更应关注工程机械、核心汽配、白色家电这样的寡头行业。分析技术变化快的行业时不必看市场占有率，而要看是否适应最新的杀手级应用的潮流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

喜新厌旧和皇帝的新衣

大家都喜欢新东西，但是有没有人想过，为什么几年前声势浩大的风电、光伏、LED、电子书、锂电池等新兴行业千般扶持却总是烂泥扶不上墙？为什么银行地产百般打压却总是赚得盆满钵满？这是由内在的经济规律、行业格局、供需关系和商业模式决定的，不以人的意志为转移。做投资要研究的就是这些不以人的意志为转移的规律，而不是整天去猜测市场的情绪变化。有时猜测别人的情绪变化能给我们带来收益，但那是不能够持久的。而经济规律、行业特质、商业模式是客观存在的，你只要研究透了，它在三五年内是不会有大的变化的，能为理解这些规律的投资人提供持续的竞争优势。

本文写于创业板创出历史新高之日，多少有些不合时宜。但是，皇帝没穿衣服，却必须有人指出，即使是在市场的一片火热和喧嚣中。谁也不知道这样的火热和喧嚣还能持续多久，然而即使在炒作和投机经常盛行的A股市场中，理性也只会迟到，从来不会缺席。

投资微论

泥里的宝石与庙堂的砖头 市场经常对动态的、暂时的信息（政策打压、订单超预期、10送10）过度反应，却对静态的、本质的信息（公司的核心竞争优势、行业竞争格局）反应严重不足。其实，宝石被人扔进泥里再踩上几只脚也仍是宝石，砖头被请进庙堂受人膜拜也仍是砖头。当其他行业的龙头公司想“移民”到某行业时，往往该行业股价已近阶段性顶部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

02

人弃我取，逆向投资的关键

众人夺路而逃时，不挡路、不跟随。不挡路是因为不想被踩死，不跟随是因为乌合之众往往跑错方向。不如作壁上观，等众人作鸟兽散后，捡些他们抛弃的粮草辎重和掉落的金银细软。看这慌不择路的样子，这一次不需要等太久的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#新兴行业看需求，传统行业看供给#

新兴行业讲的是需求快速成长的事，不必纠结于供给。而传统行业则只有控制供给，企业利润才能快速增长。过去12 个月里表现好的传统行业要么是寡头行业，要么是淘汰落后产能的行业，二者的供给增长相对于需求而言都受到了有效控制。

#行业集中度#

很多人认为小股票的成长性普遍好于大股票。如果这是事实的话，那么大多数行业的集中度就会越来越低。但是只要关注一下工程机械、汽车、家电、啤酒、原料药、互联网等众多行业，你就会发现这些行业的集中度在过去几年都是持续提高的，这说明还是有许多行业里的大企业增长快于小企业。在这些行业里，低估值、高成长的行业龙头的投资价值就远高于行业内的小股票。

#未得到、已失去与正拥有#

以高估值买新兴行业而落入成长陷阱的是沉迷于“未得到”，以低估值买夕阳行业而落入价值陷阱的是沉迷于“已失去”。投资中风险收益比最高的还是那些容易被低估的“正拥有”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

02
人弃我取，逆向投资的关键

投资做了十几年，我深深体会到人弃我取、逆向投资是超额收益的重要来源。印象特别深刻的一次是 2012 年 7 月 2 日，广州宣布汽车限购的当天汽车股纷纷跳水甚至跌停。现在看来，之后半年的市场是下跌的，而汽车股却平均逆市上涨了 30%。再看看近年来表现相对较好的板块，2010 年的工程机械、2011 年的银行、2012 年的地产，都印证了“人弃我取、逆向投资”的有效性。

逆向投资的关键

逆向投资是最简单也最不容易学习的投资方式，因为它不是一种技能，而是一种品格——品格是无法学习的，只能通过实践慢慢磨炼出来。投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力，尽管他们对此的表述各不相同。乔治·索罗斯说：“凡事总有盛极而衰的时候，大好之后便是大坏。”约翰·邓普顿说：“要做拍卖会上唯一的出价者。”查理·芒格说：“倒过来想，一定要倒过来想。”卡尔·伊坎说：“买别人不买的东西，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在没人买的时候买。”巴菲特说：“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧。”

然而，不是所有人都适合做逆向投资，也不是所有急跌的股票都值得买入，毕竟，“不接下跌的飞刀”这句话是无数人得到了血的教训之后总结出来的。一只下跌的股票是否值得逆向投资的关键在于以下三点：

首先，看估值是否够低、是否已经过度反映了可能的坏消息。估值高的股票本身估值下调的空间大，加上这类股票的未来增长预期同样存在巨大下调空间，因此这种“戴维斯双杀”导致的下跌一般持续时间长而且幅度大，刚开始暴跌时不宜逆向投资。2011—2012 年，A 股计算机行业的许多“大众情人”在估值和预期利润双双腰斩的背景下持续下跌了 70% 就是例证。2012 年年底，这些股票从成长股跌成了价值股，反而可以开始研究了。

其次，看遭遇的问题是否是短期问题、是否是可解决的问题。例如，零售股面临的网购冲击、新建城市综合体导致旧有商圈优势丧失、租金劳动力成本上涨压缩利润空间等问题就不是短期能够解决的，因此其股价持续两年的大幅调整也是顺理成章的。不过，现在大家都把零售当作夕阳行业，反而有阶段性反弹的可能——尽管大的趋势仍然是长期向下的。

最后，看股价暴跌本身是否会导致公司的基本面进一步恶化，即是否有索罗斯所说的反身性。贝尔斯登和雷曼的股价下跌直接引发了债券评级的下降以及交易对手追加保证金的要求，这种负反馈带来的连锁反应就不适合逆向投资。中国的银行业因为有政府的隐性担保（中央经济工作会议指出“坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”），不存在这种反身性，因此可以逆向投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

有些股票，你有持仓，但是下跌时你心里一点也不慌，甚至希望它多跌一点好让你加仓，这说明你对该股票已有足够了解，对其内在价值和未来前景有比市场更为精准的把握，因此市场价格的波动已经不会影响到你的情绪了。对这些股票而言，下跌只是提供一个更好的买点罢了——买之后的淡定，源自买之前的分析。

还有些股票，涨的时候让你豪情万丈，跌的时候让你肝肠寸断，这样的股票不碰也罢，因为还没研究透。买股票之前问问自己，下跌后敢加仓吗？如果不敢，最好一开始就别买，因为价格的波动是不可避免的。

不是每个行业都适合做逆向投资

不是每个行业都适合做逆向投资：有色煤炭之类的最好是跟着趋势走，钢铁这类夕阳行业有可能是价值陷阱，计算机、通讯、电子等技术变化快的行业同样不适合越跌越买。相较而言，食品饮料是个适合逆向投资的领域。作为消费者，我对食品安全事故深恶痛绝，但是作为投资者，我们不应该把个人感情因素带入投资决策。从历史上看，食品安全事故往往是行业投资较好的买入点，特别是那些没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头企业，更有可能是建仓良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还记得十几年前，我刚入行没多久，公司的基金经理们（都是铁杆的价值投资者和逆向投资者）在疯牛病的恐慌中买入了麦当劳的股票，数年后麦当劳的股价上涨了5倍，那是我逆向投资的第一课。再看看这几年发生的瘦肉精事件、三聚氰胺事件和毒胶囊事件，它们对所涉及的行业都没有产生持久或致命的打击，对行业销量的负面影响一般只持续两三个月。与行业状况相反，那些没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头的市场份额，反而在事故发生后出现了进一步扩大，因为人们购买时更加看重"大牌子"了，毕竟与小厂家相比，龙头企业更有资源和动力维护自己的品牌声誉。

再看看在香港上市的台湾饮料和快消品龙头统一食品，2011年因直接卷入塑化剂事件导致股价从6元跌至3.6元，事件过去后，统一食品2012年股价最高涨到10.4元，翻了3倍。2012年的白酒股因为塑化剂事件大幅跳水，在面对其他类似食品安全事件的逆向投资机会时，投资者可以思考这样几个问题：

- 有无替代品，若有替代品（例如三株口服液之类的营养品就有众多替代品），则谨慎，若无替代品，则积极；
- 是个股问题还是行业问题，如果主要是个股问题，则避开涉事个股，重点研究其竞争对手，即使是行业问题（例如毒奶粉），也可关注受影响相对较小的个股；
- 是主动添加违规成分还是"被动中枪"，前者宜谨慎，后者可积极；
- 该问题是否容易解决，若容易解决，则积极，若难以解决（例如三聚氰胺问题），影响可能持续的时间长且有再次爆发的可能性，则谨慎；
- 涉事企业是否有扎实的根基，悠久的历史传承和广泛的品牌美誉度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在危机时刻往往有决定性的作用，秦池、孔府的倒台就是由于根基不稳而盘子却铺得太大；

- 是否有突出的受害者个例，这决定了事件对消费者的影响是否持久。

事后看来，2013 年白酒行业极其低迷，但是主要原因是八项规定等反腐措施，相比之下塑化剂的影响几乎可以忽略不计。

日本发生核泄漏事故后，巴菲特称自己对日本的看法与一周之前没有变化。这种泰山崩于前而色不变的境界自然不是吾等凡夫俗子可以达到的，但我们应该明白，对于灾难的发生，每个人都很难过，但是投资决策不应该加入感情的因素。在许多被媒体炒得沸沸扬扬的突发事件发生后的一两个月，股市往往会有过度反应，此时购买就容易获得超额收益，在“9·11”事件后买入航空股的人最后都获利颇丰，“7·23”甬温线特别重大铁路交通事故后的一两个月购买铁路建设和铁路设备的股票的投资者，也大幅跑赢市场一年多。

投资微论

2012 年各行各业都在开酒厂，2013 年阿猫阿狗都要做手游。大家都挤在树上摘葡萄时，也许就是该在地上捡苹果的时候了。

最一致的时候就是最危险的时候

逆向投资还要注意冷静面对那些热门板块，就像两三年前被吹得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天花乱坠的新兴行业，现在回头一看，风电、光伏、电动车、电子书、LED 等几个行业许下的“承诺”一个也没有兑现——至少都不是由当初那些公司实现的。其实，大多数的高估值板块都是“吹”起来的，未来从来不会有他们吹嘘的那么美好。A 股的情绪波动容易走极端，因此“人多的地方不去”是至理名言。

其实，独立思考、逆向而动效果往往更好。基金公司作为一个整体的行业配置，在一般情况下是对的（毕竟专业人士相较于其他市场参与者还是有一定优势的），但是在极端的情况下，基金公司也很可能是错的。2014 年年初，在基金公司的行业配置中，对 TMT（Technology，Media，Telecom，科技、媒体和通信产业）和医药的超配程度以及对金融地产的低配程度都达到了十年之最。上一次基金整体配置如此失衡是在 2010 年年底。

2010 年 11 月我接受《中国证券报》采访时，提到的一个论题就是“银行与医药股票哪一个前景更好”，当时我的一个基本结论就是医药比银行贵 3 倍，但是增长不可能比银行快 3 倍。在之后的两年中，2011 年银行股跌了 5%，医药股跌了 30%，2012 年银行股涨了 13%，医药股涨了 6%，两年累计下来看，机构一致低配的银行股大幅跑赢了机构一致超配的医药股，再一次验证了“最一致的时候就是最危险的时候”这句老话。2013 年各机构再次一致地憧憬着老龄化对医药的无限需求，把医药股的估值推高到 30 倍市盈率。比起 5 倍市盈率的银行，当时机构做出的比较和得出的基本结论现在几乎可以原封不动地重复一遍。

几年来各机构对医改的认识似乎没有多少改变，还是只看到了医保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

覆盖面的扩大，没看到医改对药价的打压。日本过去20年人口老龄化这么严重，医药产业规模的年度增长率还不到1%，就是因为政府对药价的不断打压。

机构对医药股的乐观主要是因为他们太过依赖医药上市公司对医改的解读。其实只要找个医院院长或者卫生部官员调研一下，就会发现医保覆盖面的增加主要体现在过去三年的一次性提升，未来不会再有进一步的大幅提升。而省级统一招标、药品零加成、总额控费、超支分担、按病种付费等多项措施正处于试点和推广的初期，核心只有一个：进一步限制药价和用量以达到“少花钱、多办事”的目标，直接手段就是将医药从医院的利润中心调整为成本中心，这种转变对医药行业整个利益链的冲击是巨大的。当然，医药作为一个差异化、有门槛的行业，不论板块走势如何，今后几年在目前150只医药股中也会出几只大牛股，但是个股的光明前景并不能掩盖对行业的整体高估。

坦率地说，我也不知道医药股的高估值还能持续多久，也许会从高估变成更高估。不论错误定价的程度有多大，没有人能够事前预知拐点。作为投资者，我们能分辨清楚的就是市场的错误定价在哪个板块以及错误的程度有多大，然后远离被高估的板块，买入被低估的公司。至于市场要等多久才会进行纠错，纠错前会不会把这种错误定价进一步扩大，就不是能够预测的了。

以小股票和大股票的相对表现为例，我在2010年12月13日《上海证券报》的采访中说，“小股票与大股票的相对估值已是十年来的最高点，上一次小股票相对于大股票的估值溢价达到这样的高点是在2001年，之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后小股票连续四年跑输大股票。也许这次小股票还能再领涨几个月甚至几个季度，但是其股价在目前的位置已经没有安全边际，这种最后一棒的风险收益比已经不符合投资的要求，转而成为一种击鼓传花式的博傻游戏。”

事实证明，中小版指数在2011年下跌了37%，2012年再跌了4%，大幅跑输代表大盘蓝筹的沪深300指数。但是，即使两年前小股票与大股票的估值相差巨大，又有谁事前知道小盘股相对大盘股的拐点会在哪里呢？又有谁事前敢说小股票不会再“继续领涨几个月甚至几个季度”呢？作为投资者，在当时的那种环境之下，我们只能牢记管子所说的“不处不可久，不行不可复”，不去“击鼓传花”，不接最后一棒，把选股范围基本限制在低估值的大盘蓝筹里，以此躲过中小盘中的许多地雷。

投资微论

逆向投资并非一味与市场作对，因为市场在大多数时候是对的。但有的时候市场也可以错得很离谱，此时就不必在意市场的主流观点了。在大多数时候，真理在大多数人手里；在少数时候，真理在少数人手里。如何区别这两种情况呢？一般说来，趋势的初期和末期，就是真理在少数人手里的时候。

逆向投资，未来超额收益的重要源泉

当然，任何投资方法都有缺陷，逆向投资的短板就是经常会买早了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者卖早了。**买早了还得熬得住，这是逆向投资者的必备素质。**投资者必须明白一个道理，市场中没有人能够卖在最高点、买在最低点。在2007年的牛市中，即使指数后来涨到了6 100点，能够在4 000点以上出货也是幸运的；在2008年的熊市中，即使指数后来又跌到了1 664点，能够在2 000点建仓也是幸运的。顶部和底部只是一个区域，该逆向时就不要犹豫，不要在乎短期最后一跌的得失，只要能笑到最后，短期难熬点又何妨？只有熬得住的投资者才适合做逆向投资。在A股这样急功近利的市场中，能熬、愿熬的人少了，因此逆向投资在未来仍将是超额收益的重要来源。

投资微论

我有个习惯：每年年初和年中时汇总所有基金公司的季报行业配置。对大家都追捧的热门行业，我就谨慎一点；对大家都嫌弃的冷门行业，我就试着乐观一点。在没有新增资金入市的过去两三年里，这个办法多数时候还是管用的，因为当只有存量资金在场内不断倒腾来倒腾去的时候，别去人多的地方。当然，有时难免卖早了，错过了热门行业最后的疯狂；有时又买早了，多挨了冷门行业的最后一跌。逆向投资不可能完全避免“领先两步成先烈”的风险，不过只要判断正确，还是能咬牙熬到“领先一步是先锋”的正果的。躲在冷门行业的好处是永远不用担心被“踩踏事件”伤着。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

03

便宜是硬道理

贪婪有两种，一种是在6 000点时明知贵了，但还想等多涨一会儿再卖；另一种是在2 000点时觉得便宜了，但还想等多跌一会儿再买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#军阀割据#

有销售半径的行业（如啤酒和水泥），重要的不是全国市场占有率，而是区域市场集中度。在军阀混战阶段，企业为抢地盘打价格战，两败俱伤；到了军阀割据阶段，彼此势力范围划清，各自在优势地区掌握定价权，共同繁荣。从军阀混战的无序竞争过渡到军阀割据的有序竞争，是值得关注的行业拐点。

#没有门槛的高增长#

2011 年新兴行业的股票表现乏力，其实也不足为奇——当一大堆钱涌进一个门槛不高、未来发展路径不明的行业时，失望是常有的事。没有门槛的高增长是不可持续的。在美国上市的中国太阳能股票近年来纷纷从高点跌落 90% 的案例值得好好研究。

#政策#

短线资金喜欢炒政策支持的行业，但从长线资本的角度看，国家限制的行业淘汰了落后产能，限制了新进入者。行业集中度提高，剩下的龙头企业的日子反而好过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格本质上是一种货币现象

市场有这样一个特点：每次上涨以后，好像乐观的观点和乐观的人就多了一些，每次下跌以后，悲观的观点和悲观的人就多了一些。而且市场上涨以后乐观的观点显得特别有深度，特别有魄力，特别有远见；下跌以后悲观的观点则显得特别睿智，特别深刻，特别有说服力。

但是，让我们仔细想想，做投资最重要的是什么呢？**投资中影响股价涨跌的因素是无穷无尽的，但是最重要的其实只有两点，一个是估值，一个是流动性。**估值就是价格相对于价值是便宜了还是贵了，估值决定了股票能够上涨的空间，流动性则决定了股市涨跌的时间。现在我们对市场做一个基本的判断，应该说估值不高所以是有上涨空间的，但是大家却没有看到流动性的显著改善。虽然央行已经降低了存款准备金，但是经过了一年多的时间，大家仍然感觉资金比较紧张。流动性的改善需要时间，也就是说政策从预调、微调，到最终能够成为市场向上的推力，这个转变也需要时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，2011 年市场让许多人都比较失望，感觉好像大股票不行小股票也不行。为什么会这样子呢？很简单，我们看一下货币的供应量 M2，2011 年与 2010 年相比，增速只有 12.7%[①]。我们都知道，M2 的合理增速应该大致比名义 GDP 快 2~3 个点。相对于我们的经济增长速度，当前的货币供应量只是一个基本的、能够满足现有经济运行需要的水平。因为 2011 年通胀水平大概为 5%，GDP 增速为 9%，加起来有 14%，所以合理的货币供应量 M2 增长速度应该在 16%~17% 左右，但货币增速只有 12%，与合理值相差了大约 5%。

这 5% 是什么概念？2011 年年初的 M2 存量是 70 多万亿，市场流动性活生生地少了 3~4 万亿，在这个背景下我们会看到，好多东西的价格开始缩水。不只是股票，房地产在上海和北京的表现也非常明显，房价开始撑不住了；其他不管是大豆这种非生产性的，还是那些相对稀缺物品的价格都在往下走：红酒中拉菲的价格在 2011 年有了明显的下跌；2011 年 4 月份的时候，白银曾经一周下跌了 30%，创造了 30 年来最大的周跌幅。

由此可见，流动性一旦收得紧了，很多东西的价格就会撑不住，其中的道理很简单：所有的价格其实本质上都是一种货币现象，就是说你的资金跟你所有东西的价格之和其实是一致的。这就是为什么在纸币发明以前，我们把黄金和白银当作货币的时候，每过一段时间都会出现一次通货紧缩——黄金和白银的数量的增长跟不上经济的发展速度。前 17 个世纪经济之所以基本上没有什么发展，是因为每发展几年政府就发现钱不够了。所有的价格本质上都是货币现象，比如钱多了，水涨船高，所有东西的价格都往上涨，一旦钱少了，所有东西的价格都会往下跌。

① 2011 年 11 月同比数据，12 月的数据当时还未发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好消息是什么呢？好消息是现在钱的状况开始出现扭转。很多人都觉得现在只是一个预调、微调的过程，而我的判断是这个“微调”的力度会比大家想得大。因为经济总体上是在走低（也可能在第一季度、或第二季度可以起稳），目前已经过了大家担心经济过热的时候。2011年时通胀走高，我确实有点担心经济过热。2011年的货币供应量会这么紧张，主要是因为政府想要调控通胀、打压房价。

这两个基本的主要目标，现在来看应该说基本都做到了。通胀从2011年7月份的6.5到现在的4.1，一直到2012年8月份都没有什么可担忧的。由于基数原因，2012年年底通胀会有一些反复，但是它会继续下行，这个趋势不会变；2012年房价也不用过于担心。

其实现在所有在炒作的、不能用于生产的东西，基本上价格趋势都在往下，甚至包括一些古玩、字画、古董这样的艺术品。这些价格没有明确的指数，大家感觉好像还不错，其实要想了解艺术品的价格，看苏富比的股价就可以。艺术品的价格相对较高，流动性又相对较差，苏富比的股价在过去几个月一直在调整，这些都是有规律可循的。

投资微论

右侧投资 常有人说，在A股做价值投资难，概念股满天飞，好公司没人要，便宜的股票买入后往往变得更便宜。换一个角度看，好公司股价被低估，应该是价值投资者的幸事。A股既不缺价值，也不缺发现价值的眼睛，缺的是坚守价值的心。其实大家都知道哪些股票被低估，但大家就是都不买，都在等着做右侧投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买的时候足够便宜，就不用担心做傻瓜

前文体现了一些基本的投资规律。以香港为例，香港的股市一般会领先于香港的房市，2002 年的时候股市先涨，然后房子的价格开始慢慢上涨。**我认为，要分清楚什么东西先动，什么东西后动，什么东西是你更关心的其他东西的领先指标。**

最近上证指数又跌破了 2 200 点，十年前上证指数是 2 250 点，好像是十年一梦。而市场还在下跌，于是有一些人就得出了结论，认为股票长期来看不具备投资价值，或者说所谓的价值投资在中国行不通。但如果反过来仔细想，在 2001 年的时候，上证指数是 2 200 多点，一般市盈率大概有 50 多倍，就是说一只股票如果股价是 5 块钱，那么利润只有大概 1 毛钱，假如利润不增长，50 年才能够回本。市场一路下跌到今年，蓝筹的市盈率大概是 10 倍，从盈利收益率（E/P）的角度来讲就是 10%，很多银行股、蓝筹股的股息率基本上和银行的利率差不多。

这个时候，投资价值就慢慢地凸显了出来，特别是连监管机关都在鼓励公司分红。过去十年没有涨，很多人就认为股票不能买，其实你反过来想，这更说明现在的股票价值比十年前要高得多。当然，这对于做短线的人差别不是很大：高买可以更高卖，低买可能跌得更低。这跟游泳是一样的，你是退潮的时候去游泳还是涨潮的时候去游泳？其实涨潮的时候是比较安全的，因为你可以被冲到岸上，而有时候退潮之后，潮水达到最低点就是最好的买点。过去十年也许是一个大的退潮，十年前估值很高，现在估值很低，当然 10 倍市盈率也可以变成 8 倍，但是相对来讲，它的安全性就比 50 倍的时候高得多，很多人认为过去十年股票不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨说明价值投资没有用，其实这只说明了2001年时用50倍的估值去买股票就不是价值投资。

许多人认为A股就是不一样，50倍买可以60倍卖，其实不管是A股还是别国股票，一样是投资，一样有投资的基本规律。我原来在国外做对冲基金的时候，做过很多国家和地区的股票，加拿大、美国、韩国、香港等这些市场我都做过投资，这些市场相似的地方比不同的地方还要多。相似的地方是什么呢？其实基本的还是两条，一是估值，二是流动性的影响。

我一直跟很多人讲长期投资如何如何，但得到的反馈是“长期来说我们都死了”。投资行业中很多人说，A股已经10年不涨，日本更是20年跌了80%，这种长期没赚到钱是为什么呢？这是因为在你买的时候股票估值已经很高了，2001年A股的市盈率是50倍，1990年日本的市盈率是70倍，如果你当时以10倍的市盈率购买，也就是以当时日经指数40 000点的1/7买入，那么成本在日经指数6 000点。日本股市经历了垮掉的20年和这么多的负面消息，现在日经指数还有8 000多点，说明只要买的时候足够便宜，就不用担心卖的时候卖不出去。

山姆·沃尔顿（Sam Walton），沃尔玛的创始人，沃尔玛是现在全世界销售额最大的公司，某销售额相当于世界第六大国的GDP，达到了相当于德国、英国的经济水平。他有一句名言：“你只要买得便宜，就可以卖得便宜。”只要买的时候不是太贵，就不用担心卖不出去。如果你买的时候就特别贵，将来要卖出时就必须要找到一个比你更大的傻瓜，但是这个世界的特点是骗子越来越多，傻瓜不够用，不能老是指望别人当傻瓜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

公司有四种：好的、平庸的、烂的、看不懂的；股票也有四种：被低估的、合理的、被高估的、估不准的。人的知识、时间、精力都是有限的，因此看不懂的公司占了一大半。在看得懂的公司中，估不准的又占了一大半。看得懂又估得准的，被高估的占了一大半。看得懂、估得准又没被高估的，烂公司占了一大半。剩下的股票中，合理价位的平庸公司又占了一大半。所以，一般情况下能找到被低估的平庸公司或合理价位的好公司已属不易，能买到被低估的好公司更是难上加难。可惜的是，当市场涌现大批被低估的好公司时，大家一般都在忙着斩仓。

要牢牢抓住定价权

A股市场曾有很长一段时间在“击鼓传花”，反正只要鼓声没有停，你就只管这个涨停买进来下个抛出去，不用关心这只股票是不是好股票，这个公司是不是好公司，有没有好的产品、有没有好的市场定位、有没有好的品牌、有没有好的渠道、有没有好的管理层、有没有低的生产成本——这些都不重要。确实，在2003年以前这些都不重要，仔细看从2002年开始涨得好的股票，其实大都是有基本面支持的。过去七八年市盈率估值基本上没怎么动，有的甚至还在往下走，而股价涨了5倍、10倍的股票很多都是利润翻了10倍、15倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回想一下，8 年前中国大多数的行业都是恶性竞争，都在打价格战，那个时候没有什么品牌，就是比看谁便宜，大家都在做低端的出口，基本上赚不到钱。

为什么到了 2012 年很多做实业的人不做了？因为实业不好做了，行业竞争格局已经过了自由竞争的阶段。以空调行业为例，空调行业 2000—2005 年的增长速度非常快，当时大家还没有空调，所以销售增速很快；2006—2011 年这五年,空调行业的增速出现了下滑。我们观察格力、美的以及海尔这三大空调生产商 2000—2005 年的股价变化，格力股价基本上没动，美的和海尔跌了三分之一，虽然空调行业增速非常快，但那个时候大家都在打价格战，跑马圈地，既没有赚到钱，股市环境也不好。2006—2011 年，行业增速虽然下降了，但是这三只股票的股价从 2006 到 2010 年年底都涨了至少十倍。

增长速度与股票表现为什么不一样呢？ 2006 年的时候有 60% 的空调厂商破产，这些破产的都是一些小企业，市场份额可能只有一点点。2006 年以前空调行业是一个自由竞争的行业，2006 年之后变成了双寡头的局面，老大和老二加起来可能有接近甚至超过 50% 的市场份额，老三老四基本上只有几个点，这个时候龙头企业就有定价权了。

所谓的投资，就是牢牢抓住这个定价权。就像茅台，整天在涨价，日子太好过了，怎么提价都有人买，为什么呢？就是有这个定价权。而我们会发现另一些企业，比如钢铁和化工，总是没有定价权，稍微涨一点钢价得到的利润就被铁矿石涨价给赚走了。行业太分散，而且产品没有差异化，没有差异化就没有定价权，除非你是垄断企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我之所以对中国A股未来的基本面比较乐观，关键在于我们现在行业的竞争格局跟以前不一样了，现在的上市公司特别是蓝筹股，虽然有一些是不值得买的管理很差的国有企业，但的确有一些盘子不大，管理层又比较有执行力、领导力和有战略眼光的行业龙头公司在中国经济中占据不可动摇的地位。

选股票，一定是先选行业。就像买房子，一定是先看社区，社区不行，房子再漂亮也不行。买股票也是，股票本身再好，只要这个行业不好，一样很难涨起来。买房子先选社区，买股票先选行业，那么什么样的行业是好行业呢？很简单，有门槛、有积累、有定价权的那种行业。

所谓门槛就是不是谁想进来就可以进来的。我们都知道中国有14亿人，如果某一个行业短期增长很快，利润率很高，就会有一千个人来山寨你的产品，另外一千个人想比你做得规模更大，然后把成本做得比你低。所以你必须处于一个有门槛的行业：需要执照；或者有一定的品牌优势，别人也可以做，但你品牌比别人好；或者你的技术有某种专利；或者你掌握某种矿产或资源，别人没办法无中生有。

定价权的来源，基本上要么是垄断，要么是品牌，要么是技术专利，要么是资源矿产，或者相对稀缺的某种特定的资产。这样的行业就会有一定的定价权、一定的门槛，这样才能把竞争堵在门口，才会有积累。

有的行业短期的增长好像很快，但是这种短期增长不是靠自己的本事，有的是靠"傍大款"，比如给iPhone、iPad做一点小小的零部件。就像2012年有一些电子股，因为给iPhone和iPad做零部件涨了好几倍，然后又暴跌。这种"傍大款"是一种寄生式的增长，不是靠自己的核心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争力。人家买的是 iPhone，不是你做的这个小零部件，就像人家买的是 LV 的包包，而你做的是 LV 的拉链一样，这两者的用户忠诚度、可替代性和核心竞争力都是不可同日而语的。

这和一个年轻人在选择行业的时候，一定是找那种有积累的行业一个道理。比如投资就是有积累的行业，一个做过十年的投资人和只做过一年的就是不一样，因为他见过大风大浪，刚从学校出来的小伙子不管多聪明就是没有经验，所以说一定要在有积累的行业。

但是有的行业因为技术变化太快而很难有积累，你也许积累了很久，拼命挖了很深的护城河，人家可能不进攻这个城，绕了过去又建了新城。最明显的就是高科技行业，电子、科技、媒体和通信技术更新换代太快了。再看空调跟电视，空调比较持续，电视就不持续，因为电视技术老是变，以前我们看的是 CRT 的，后来变成 DLP 的，后来又变成 LCD，接着是等离子，然后又变成 LED，现在又变成 3D。每两三年就更新换代一次，这样的企业很辛苦，要不要投资更新换代？如果不投，别人超过你，你的品牌就会受损，消费者也不买你的产品；如果投，投 20 亿、30 亿甚至 100 亿只能做个两年。技术变化快的行业就是这样辛苦，而像可口可乐，一个配方可以一两百年不变。中国也有很多传统的东西可以几百年不变，这种不变的东西，反而能够有积累，他的长期回报更值得期待。

投资还要想好你要做什么样的投资人。你可以快进快出，因为 A 股的特点就是波动大，波动大的好处在于一部分眼明手快的人确实能够赚取超额收益，但前提是你一定得找到比你更大的傻瓜。就像做交易，你赚一块钱要有人亏一块钱，是个零和博弈。另一种投资方式是个正和博弈，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

咱们一起找一个企业，只要这个企业每年成长30%，买进去估值已经在底部了，那么企业利润这个蛋糕每年都会增加。这两种方式都可以，一定要找到适合你个性的。投资的方法千奇百怪，不存在对和错，适合你自己的才是最好的。

投资微论

通胀环境下买什么股票好？常见的答案是资产资源类股票，因为投资者可以直接受益于价格上涨。更好的答案也许是那些有定价权的公司：通胀时他们可以提价，把成本压力转嫁给下游；通胀回落时，他们不必降价就享受更高的利润率。这些公司包括食品饮料等品牌消费品和工程机械、核心汽配、白色家电等寡头垄断的高端制造业。

三个层次的悲观

现在悲观的人挺多的，其实悲观有三个层次。**第一个层次的悲观是基于流动性和供求关系的悲观。**认为不管是证券公司还是基金公司，都看不到新的资金入市，都是存量的资金在倒腾。新股发行又很快，投资者感觉供应不断在增长，但是新的需求没有看到增长。这是一种短期的悲观，这种悲观是可以被逐步改善的。政策的微调是一个缓慢的过程，我们可以密切关注相关指标，如银行贷款的增速，央票是正投放还是正回购，外汇占款的变化，存款准备金率是不是下调，M1的指数等等。这些指标出现改善，有了新的流动性，市场就会有反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二个层次的悲观是对基本面的悲观。现在看起来市盈率是 10 倍，但是利润却可能是顶峰利润。这些悲观的投资者认为现在经济正在往下走，可能会下一个大的台阶，而中国企业的净资产收益率和净利润目前处在一个高点。这件事情需要一分为二地看，现在的经济结构跟十年前的经济结构是完全不一样的，十年前大家都在打价格战，没有企业有定价权，而现在至少在我看来，很多行业那种群雄混战的时代已经一去不复返了。现在连很多服装企业都做出了品牌，要想做一个新的企业超越他们还是挺难的。那些拥有渠道的企业，在中国已经有 3 000 或者 5 000 家店，而以前可能大家都只有几十家店，这些企业拥有了规模优势，比如去央视做一个广告，那些小企业就会感觉不划算。

时代不同了，净利润率提高是有原因的。以美国为例，将 2000 年的情况与过去 50 年相比后会发现，当时的净利润率位于 50 年里的最高点，又有安然、世通等一批公司在做假账，因此当时有很多人认为，1999 年美国标普 500 指数的利润属于高点，未来一段时期内很难被超越。当时利润率位于历史最高点，还出现了会计赤裸裸地造假的情况。实际上呢？几年后标普 500 指数的利润就超过了 1999 年的水平；2011 年金融危机刚过，净利润率又创了新高。随着世界慢慢进入一种胜者为王，赢家通吃的年代，我们确实会发现一部分公司具有强大的定价权：能够卖多少钱就卖多钱，想收什么费就收什么费。

从投资者的角度来看，有霸王条款的公司就是好公司，因为这说明他有定价权。有的公司服务姿态很低，很辛苦却赚不到钱，原因是竞争太激烈了。我们要找行业竞争不激烈、赚钱很容易的公司。这种行业和公司确实存在，但是不多，大概有 5~10 个行业有这样的公司。长期来看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的公司赚钱的概率大得多。

和巴菲特所说的找那种“傻子都能管”的公司类似，我一般都是看这个公司如果我去当 CEO 是不是可以管好，如果我也能管好，那就是“傻子都能管”的公司，如果傻子能管好我就买，这些因素决定了谁管都可以。许多大公司每年利润几百亿、几千亿，但不见得是靠管理层的本事，谁都能做管理层的公司就是好公司。

很多人担心顶峰利润，我认为现在不一定是顶峰利润。2011 年，特别是在下半年，已经有很多行业销售出现了负增长。2011 年主要是银行、“两桶油”和央企做得比较好，很多民营企业已经创造不了顶峰利润了。但是不用特别担心顶峰利润的原因就在于，有的行业的公司现在就有 5 倍、7 倍、8 倍的市盈率，即使现在是顶峰利润，到谷底时利润下跌一半，7 倍顶峰利润买入，到谷底利润时估值也只有 14 倍，这有什么好害怕的呢？利润跌一半的时候再买肯定比现在好，但是如果利润没有出现下跌怎么办呢？

这个世界是在不断变化的，你要是静止不动，就会被人家落在后面。有一定资产的人，必须不断思考一个问题：我的财富以什么样的形式存在才最容易保值增值。过去十年，最好的形式无疑就是房地产，但是今后十年会是这样子吗？我看不一定。过去是一面后视镜，没有那种只涨不跌的资产，特别是大类的资产类别，周期经常是十年、二十年。如果一样东西十年内涨得好，今后十年也可能不涨了。**过去十年是涨还是跌跟今后会涨还是会跌，其实并不一定相关，关键是这个东西是不是物有所值。**比如说你作为一个企业主，想收购一家企业，如果一年能够赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一千万，这个企业几千万卖给你，你会愿意吗？如果是上市公司，一年100亿的利润，700亿市值卖给你，这个公司占行业50%市场份额，基本上没有人能够与其竞争，为什么不买呢？

中国只有一两个行业可以算是夕阳行业，大多数都是有增长的。在这样的情况下，7倍、8倍、10倍市盈率有什么好怕的？实际上，市场在5 000点、6 000点的时候大家都不害怕，现在2 000点怕的人反而很多。其实，当大家都意识到这只股票有风险的时候，这个风险就不大了。就像欧债危机，欧洲人都不急，我们急什么呢？很多危机都是在来不及提防的情况下突然爆发的，而大家担忧了很久的风险，反而不一定爆发。

很多风险爆发之后我们会觉得威胁很大，但那其实已经不是风险了，就像“9·11”之后没有人敢坐飞机，我们公司还专门出了一个内部风控条款，要求同一架飞机上不允许同时坐两个合伙人。我们公司一共有10个合伙人，如果一下死掉两个我们怕公司顶不住。结果呢？2001—2011年是美国的航空历史上最安全的十年，基本上没有飞机掉下来。对于同样的事物，风险一旦爆发，之后的风险反而就会小很多了。

很多人做股票先满仓，跌了、痛了的时候就清仓。其实，投资跟痛不痛没关系，关键是看是否有投资价值，比如说从6 000点买入，跌到4 000点、4 500点时你可能就已经痛了，那时你放下还可以躲避一点风险。但是，如果你在跌到2 100点的时候作出清仓决定，可能就晚了。痛不痛跟你决定多少仓位不应该有关系，但是很多人就是亡羊补牢，羊跑了再把门关起来，跌了就砍仓，股市这个“羊”跟传统羊不一样的，股市的“羊”进进出出，亡羊补牢有的时候不一定是好事情。我不太建议投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总是高歌猛进，也不要总是追涨杀跌，因为股市的“羊”是进进出出的。

我一直觉得一定要一分为二地看待投资的风险：一种风险是本金永久性丧失的风险，一百万投进去，之后损失了十万、二十万，再也不回来；还有一种是价格波动的风险，可能短期会跌但也会涨回来，波动的风险是投资者必须承担的。本金丧失的风险属于高风险低回报，因为本金丧失的风险越大，最后亏钱的概率就越大；而波动的风险属于高风险高回报。整个2007年，除了年中的调整外一路在涨，五六千点的时候，股市价格波动风险不大，但是本金丧失的风险很大，那个时候是60倍的市盈率，从60倍跌到30倍可能就永远不会回去了。

我们知道价格等于市盈率乘以利润，价格变化无非是两种，一种是市盈率的变化，一种是利润的变化。**所以永久性亏钱只有两个原因，一个是市盈率的压缩。**就像日本原来70倍市盈率跌到15倍的市盈率，这是永久性的压缩，美国、欧洲、香港市盈率的整体值都在8~22倍之间，中位数是15倍，你如果在市盈率高的时候买，这钱有可能亏掉，回不来的。**另一个是利润在历史高点的时候，夕阳行业就有本金永久性丧失的风险。**大多数公司的盈利是波动向上的，也就是我们所说企业大多数是长远看越来越赚钱的。

我认为现在市场价格波动的风险比较大，但是本金永久性丧失的风险不大。因为市盈率在10倍，我觉得是中国的低点。香港和美国是在8~22倍之间波动，我觉得中国应该是在10~25倍之间波动，中位是17倍，中位数我们应该能够比其他国家市场稍微好一点，因为我们的增长确实比其他国家快了好几倍，我认为我们在17倍以下问题不大。在10倍买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不是最低点呢，不一定，也可能跌到 8 倍。如果不能承担风险的话，1 000 点时你也不能买，就这么简单。

第三个层次的悲观是一种长期悲观，是对中国经济增长模式的悲观。这种悲观已经上升到了哲学层面，认为中国以投资和出口拉动经济增长是不可持续的，在这个刘易斯拐点出现以后，我们的竞争优势就丢失了，现在人工在涨，土地价格在涨，环保成本在涨，人民币汇率也在涨，中国经济从此就下一个大台阶。

这个担心有一定道理，但现在不是担心的时候，一方面是因为现在股价已经把这些担心体现得比较充分了；另一方面，与日本相比，日本的刘易斯拐点是 1960 年出现的，韩国是 20 世纪 70 年代出现的，他们拐点出现以后都还增长了 30 年，我们碰到的问题日本、韩国在发展的过程当中都或多或少地碰到过。当时日本人均 GDP 达到四五万美元，韩国达到三万美元，我觉得中国增长到八千、一万美元之前问题不大。因为城镇化、中西部大开发，包括制造业的产业升级，一部分的消费升级体现出内需增长空间还是非常大的。

这种长期的担心每次到周期底部都会出现，就像香港长期以来估值在 8~22 倍之间波动。有人说香港人为什么这么傻，为什么不在 8 倍的时候买进来，22 倍时候抛出去？其实香港有很多优秀的专业投资人，只是因为每次跌到 8 倍、9 倍的时候就会有长期悲观观点出来，说金融海啸，说“这次不同了”；到 22 倍的时候，又有长期乐观观点出来，说这个是“黄金十年”，是“港股直通车”，大陆所有有钱人都来买港股啊。

做投资真正想赚到比别人更多的收益，就要保持一个判断的独立性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别人悲观的时候也不一定就乐观，但是要想想别人的悲观有没有理由，别人的悲观是不是已经反映在股价中，现在的悲观情绪大部分已经反映在股价中了。短期看，价格波动的风险永远也没有办法避免，我们也不能够肯定说10倍的市盈率不会跌到8倍。对于个人的资金，我认为现在买房子不是什么好时机，买艺术品或者是其他的东西不如买股票。但是也不要把全部资金都放在股票上，有一定比例就可以了。投资期限越长，能够承担风险能够放的比例就越大。

其实股市在大家越没有信心、越悲观的时候，越有可能是柳暗花明，峰回路转的时候。

投资微论

市场情绪周期 恐惧是怎样炼成的：1. 担忧；2. 抵赖；3. 害怕；4. 绝望；5. 恐慌；6. 放弃；7. 麻木；8. 沮丧。

击鼓传花 为什么人们愿买长期收益并不高的垃圾股？这是几种人性的弱点交叉作用的结果。过度自信：自信能在风向改变、垃圾落地之前挣到快钱，自信不会是最后一棒；标题效应：榜样的力量是无穷的，曾听说过某垃圾股如何在短时间内翻几番；过度外推：已经三个涨停了，再来一个板好像也顺理成章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硬币的两面

基金难卖时，乐观者说这是市场见底的信号，因为基金发行常是反向指标，6 000 点时一天发数百亿，1 600 点时无人问津。悲观者说这是市场疲弱的信号，因为市场缺乏新增资金入市，而股票供给不断增加，明显供大于求。**同一件事，看多者和看空者往往作截然不同的解释——你看到的是你想看到的。**

看空地产股的人有两种，一种认为房价会上涨，因此政策不会放松，所以地产股不能买。另一种认为房价会下跌，房地产股的资产净值和盈利会下降，所以地产股不能买。**持同一种观点的人，其依据和逻辑往往是截然不同的——你证明的是你想证明的。**

牛市里，上市公司再融资是利好，因为许多人认为企业会有释放业绩的动力。熊市里，再融资是利空，因为大家都担心股票供给的增加和增发对利润的摊薄。牛市里所有消息都是好消息；熊市里所有消息都是坏消息。**同一消息，在不同的市场环境下常有不同的解读——你听到的是你想听到的。**

两个卖鞋的人到了光脚岛。悲观者说，这里人不穿鞋，卖鞋根本没市场。乐观者说，这里人没鞋穿，卖鞋市场巨大。短期看来，悲观者是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的，因为短期内要改变岛民的穿鞋习惯是很难的。长期看来，乐观者是对的，因为岛民迟早会认识到穿鞋比光脚舒服。**同一事情两种解读，往往是考虑的时间跨度不同。**

遛狗理论

有人说过，股市中价值和价格的关系就像遛狗时人和狗的关系。价格有时高于价值，有时低于价值，但迟早会回归价值；就像遛狗时狗有时跑在人前，有时跑在人后，但一般不会离人太远。遛狗时人通常缓步向前，而狗忽左忽右、东走西蹿，正如股价的波动常常远大于基本面的波动。

趋势投资者喜欢追着狗（价格）跑；价值投资者喜欢跟着人（价值）走，耐心等狗跑累了回到主人身边。有时候，狗跑离主人的距离之远、时间之长会超出你能忍受的范围，让你怀疑绳索是否断了。其实，绳索只是有时比你想象的长，但从来不会断。

上证指数又回到了10年前的水平，引发众多感慨。其实，虽然狗又跑回了原位，但是人在这10年里却在不断前进。10年前，狗远远地跑在了人的前面（50倍市盈率），如今，狗远远地落在了人的后面（11倍市盈率）——这条狗有个很洋的名字，叫Mr. Market（市场先生）。

个例与规律

所有的社会学规律都有反例，股市中更是如此。股市中的任何规律、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法只能提高你的成功率，没有百战百胜的灵丹妙药。我说吸烟有害身体健康，你说你三舅爷是个大烟枪但活了 99 岁。我说低估值价值股平均跑赢高估值成长股，你说你买的那个 100 倍市盈率的成长股已经涨了 5 倍了。我说的是规律，你说的是个例。咱俩都对，只是我对得更有代表性一些。

老虎基金的罗伯逊说过，他曾经只喜欢买低估值的价值股，直到招了几个天才研究员之后才开始喜欢成长股，因为这些天才研究员能够有预见性地把成长行业里的最终赢家在萌芽期发掘出来。的确，最大的牛股有不少是成长股，但个例不代表规律。能消化高估值的高成长其实并不多见，有眼光事前预知高成长的天才研究员更是凤毛麟角。

百事可乐在困境时曾想低价卖给可口可乐遭到了拒绝，腾讯曾想开价 100 万把 QQ 卖给新浪也遭到了拒绝，微软和戴尔在 10 年前都曾高调宣布苹果是个垂死的企业。连业内巨头都不能预知与其休戚相关的竞争对手的未来高成长，我等凡夫俗子又如何能够预测那些只调研过几次的所谓成长企业的未来？这里所举的百事可乐、腾讯、苹果的确是个例，但是这些个例是有代表性的，因为这些个例说明的“没有人能够预知未来”是个不争的规律。

我们称颂华佗、扁鹊无人能学的医术（个例），西医强调的是双盲法的临床实验（规律）。我们期盼断案如神的包青天（个例），西方依靠的是强调证据和程序的法制（规律）。我们喜欢把人拔高为神（个例），希腊的神却像人一样也会嫉妒、偷情和吵架（规律）。西方文化重规律，中国文化重个例。中国的股市之所以赌性特强，原因之一就是尽管投机炒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作平均而言是个多数人亏钱的游戏（规律），但是少数一夜暴富的故事（个例）还是吸引着许多心存侥幸的投机客前赴后继地屡败屡战。

榜样的力量是无穷的，但模仿他们的行为不保证有他们的结果，就像你穿和乔丹一样大的鞋子并不能提高你的篮球水平。规律是可重复的，而个例是难以复制的，这就是二者的最大区别。比尔·盖茨、乔布斯、扎克伯格等许多富豪是中途辍学者，但中途辍学者的平均收入远不及大学毕业生。同理，有些超级大牛股是高估值股票，但高估值股票的平均回报率在世界各国都远不如低估值股票。前者是个例，后者是规律。个例令人景仰，但往往难以复制，顺着规律选股才能提高成功率。

伯乐在教人相马时，对他喜欢的人他就教如何相普通的好马，对他厌恶的人他就教如何相千里马。为什么呢？普通马常有，如何相马有规律，容易学。千里马不常有，是不拘一格的个例，难学，且常常无用武之地。传说中的“十倍股”成长股就像千里马一样可遇而不可求，还是脚踏实地找些价值股普通好马靠谱些。

成长股中有大牛股是个例，价值股平均跑赢成长股是规律。**不被精彩绝伦的牛股倾倒，不被纷繁复杂的个例迷惑，不抱侥幸心理，不赌小概率事件，坚持按规律投资，这是投资纪律的一种体现，也是投资成功的必要条件。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第二部分 投资方法

简洁不是把杂乱无章的东西变少或拿掉，而是要挖掘复杂性的深度。你必须深刻地把握精髓，从而判断出哪些不重要的是可以拿掉的。

乔纳森·伊夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

04

投资的三个基本问题

股票有两种，一种是冰棒，又小又甜，常出现在游客最多的地方，招人喜欢，受人追捧，但是自身价值却总在不断地溶化消亡；另一种是古董，表面上又旧又老，深埋土中，少人关注，要耗费功夫挖掘，但自身价值总在不断地增值。投资古董股要当心别买得太早，投机冰棒股要当心别卖得太迟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#医改#

医药行业的特点是消费者（患者）、消费决定者（医院/医生）和消费支付者（政府/医保）三者的分离。以药养医模式促成了药价虚高和“大处方”，医改推进统一招标和按病种支付就是把部分决定权从消费决定者手中转移到消费支付者手中，从而实现对药价和药量的控制。医改是由消费支付者推行的，在投入有限的条件下，扩大覆盖面的前提是降价和控量，因此各国的医改对普药都是利空。

#医药股#

医药是个能出长期大牛股的行业，但是切忌以板块配置的思路去投资，因为医药股之间的差异性实在太大，有时有些个股洪水滔天，而其他个股依旧歌舞升平，是个自下而上精选个股的行业。A股市场中，医药股中鱼龙混杂，机会和陷阱并存，但是在2014年年初的估值条件下，陷阱多过机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

04
投资的三个基本问题

如果把我过去十几年的投资分析方法做一个简单的概括，最根本的就是要回答三个问题：**为什么认为一家公司便宜，为什么认为一家公司好，以及为什么要现在买。**这三个问题中，第一个是估值的问题，第二个是公司品质的问题，第三个是买卖时机的问题。

问题 1：估值

估值可以说是最容易把握的。一个股票便宜不便宜一目了然，看看市盈率，市净率，市销率，企业估值倍数等一系列的指标，这一部分是最接近科学的，而且是最容易学的。

一个东西只要足够便宜，赚钱的概率就会高得多。我一直喜欢引用沃尔玛的山姆·沃尔顿说的一句话："只有买的便宜才能卖的便宜"。他用这个理念来经营零售业，获得了巨大的成功。我认为买的便宜在投资领域要比零售领域更重要。

现在很多人会说估值不重要，因为根据 2013 年的行情，5 倍市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的涨不过50倍市盈率的，谈估值就输在起跑线上了。这种情况很正常，每几年就会发生一次。但即使是最正确的投资方法，也不可能每年都有效。所谓正确的方法，是在10年中可以有6~7年帮助你跑赢市场；而错误的方法就是在10年中只能有3~4年能跑赢市场。如果你想每年都跑赢市场，就必须不停地在不同的方法之间切换，但是，要事前知道什么时候适用哪一种方法其实是非常难的。还不如找到一种正确的方法，长期地坚持下来，这样一来，即使短期会有业绩落后的阶段，但是长期成功的概率较大。世界上每个成功的投资家都是长期坚持一种方法的，那些不断变换投资方法的人最终大多一事无成。

世界上不存在每年都有效的投资方法。一个投资方法能长期有效，正是因为它不是每一年都有效。如果一种投资方法每年都有效，这个投资方法早就被别人套利套光了。

正如乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）所说，第一，价值投资是有效的；第二，价值投资不是每年都有效；第二点是第一点的保证。正因为价值投资不是每年都有效，所以它是长期有效的。如果它每年都有效，未来就不可能继续有效。听起来像是个悖论，但事实就是这么简单。在资本市场，如果有一种稳赚的方法，就一定会被套利掉的。正因为有波动性，才保证不会被套利。

在建立研究方法之前，必须区分清楚“赌赢了”和“赌对了”是两回事。很多人以短期结果来倒推过程的正确。在股市中，短期来说，正确的过程可能给你带来糟糕的结果，错误的过程可能给你带来不错的结果。如果要让过程正确和结果正确达成一致，就必须经历一段很长的时间。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种正确的过程和方法，能够以较大概率保证你在 5~10 年中取得一个不错的结果，但在 6 个月甚至一两年的时间范围内，有时候你用一种正确的方法做，可能不一定有好的结果。

◎ 投资分析的基本工具

在投资分析中，简单的往往是实用的。我的投资理念很简单：在好行业中挑选好公司，然后等待好价格时买入。与之相对应的投资分析工具也同样简单。

1. **波特五力分析**。不要孤立地看待一只股票，而要把一个公司放到行业的上下游产业链和行业竞争格局的大背景中分析，重点搞清三个问题：公司对上下游的议价权、与竞争对手的比较优势、行业对潜在进入者的门槛。

2. **杜邦分析**。弄清公司过去 5 年究竟是靠什么模式赚钱的（高利润、高周转还是高杠杆），然后看公司战略规划、团队背景和管理执行力等是否与其商业模式一致。例如，高利润模式的看其广告投入、研发投入、产品定位、差异化营销是否合理有效，高周转模式的看其运营管理能力、渠道管控能力、成本控制能力等是否具备，高杠杆模式的看其风险控制能力、融资成本高低等。

3. **估值分析**。通过同业横比和历史纵比，加上市值与未来成长空间比，在显著低估时买入。

这“三板斧”分别解决的是好行业、好公司和好价格的问题，挑出来的“三好学生”就是值得长期持有的好股票了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎“下一个伟大公司”不是想找就能找到的

很多人会讲，买便宜货这种方法是捡烟屁股，是“烟蒂投资”。巴菲特也说过，宁可用合理的价格买一个伟大的公司，也不要以很低的价格买一个一般的公司。这句话我是完全认同的，但是在实践中我做不来。为什么呢？你认为中国有多少家公司可以被称为“伟大的公司”？市场整天在炒的这些50倍市盈率的公司，都说会是“下一个伟大公司”，又有几个真的能兑现的？我认为彼得·林奇说得对，他说当有人告诉你“A公司是下一个B公司”的时候，第一要把A卖掉，第二要把B也卖掉。因为第一，A永远不会成为B；第二，B已经被当作成功的代名词，说明它的优点可能已经体现在现在的股价中了。

如果你确实拥有巴菲特的眼光，在某家公司被人们广泛认为伟大之前发现它的伟大，那么你的超额收益肯定是很明显的。但是伟大的公司不是这么容易被发现的，很多大家曾经认为伟大的公司，后来发现并不伟大，或者已经“伟大”过了。

2000年纳斯达克泡沫达到高峰之后，很多被认为是“划时代的”、“颠覆性的”、“最伟大的”公司都破产或者衰败了。那几百个后来破产的互联网企业就更不必提了，即使如微软和英特尔那样当时确实是伟大的公司，占有70%~80%左右的市场份额，有十多年利润稳定地增长，但是在2000年之后，这两个公司的股价表现就长期不尽如人意了。2000年大家都知道微软和英特尔是伟大的公司，但那之后它们已经没有超额收益了。

近年来，我问过许多基金经理一个问题：你认为哪个公司是最伟大的公司？大家公认伟大的那个公司，其实很可能已经不那么伟大了，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定要在大家之前认识到这家公司的伟大，这其实是很难的。便宜不便宜我可以判断得出来，但对于伟大不伟大，我觉得真正能够判断的人不多。因为中国大多数公司的商业模式都挺一般，我们在国际分工中分到了一个相对吃力不讨好的环节，那些创新的、有定价权的、有品牌的公司，在 A 股中相对较少。

有的东西是需要时间积累的，不是你想转型就能转型的。像美国在 100 多年以前就已经是世界经济第一大强国了，但在品牌，特别是奢侈品品牌上，美国也就只有蒂芙尼、凯迪拉克等有限几个。超高端品牌有很多是欧洲人创建的，因为很多东西都是讲传承、讲路径依赖、不是你想做就能做得到的。

我认为中国 2 500 家上市公司中，伟大的公司肯定只占了个位数。A 股 2 500 家公司中有 2 000 家是垃圾公司，剩下的 500 家中可能有 400 家是普通公司，100 家可以算是优秀公司，而在这 100 家中大概有 10 家是伟大公司。在这种情况下，你觉得自己有能力把这 10 个左右的伟大公司找出来么？如果可以找出来，你就可以不重视估值。在绝大多数公司只是普通公司的前提下，你必须强调估值。

投资微论

一将 vs 万骨 很多人不惜以高市梦率买“高小新”（高成长小市值新兴行业），梦想押中下一个腾讯、百度。这其实是过度自信的一种表现，低估了预测未来的难度。在新兴行业里，百舸争流，大浪淘沙，最后鹿死谁手，事前是很难预料的。一将功成万骨枯，多数人只看到功成的一将，却忽视枯了的万骨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎ 1999 年美国股市泡沫破裂的经历

我于 1999 年加入美国一家很铁杆的价值投资公司，当时公司业绩很差，并且已经持续差了好几年（当时科技股的泡沫已经持续了好几年了），我们工作起来非常难受：客户跑了 1/3，合伙人们甚至有把公司卖给别人的想法。尽管如此我们还是坚持下来了，没有改变自己价值投资的风格，泡沫破灭之后的 5 年，我们公司的业绩极其优异，除了把之前落后的部分全部追了回来之外，还创造了很好的超额收益。公司成立 25 年来的累计业绩在同业中处于上游，依靠的就是坚定地寻找“便宜货”的方法。那 6 年的经历对于正在形成投资理念的我触动很深。

当时，我们有很多竞争对手在 1999 年的时候没有扛住，放弃了价值投资，开始去追高科技股成长股。2000 年泡沫破灭的时候两边挨了巴掌，客户彻底放弃了他们，因为机构客户最不能忍受的就是基金经理的风格飘移。相比之下，我们当时承受了较大的客户赎回额，资产从 30 亿美元跌到 20 亿美元，但是当 5 年之后我成为合伙人时，资产已经回到了 60 亿美元，而那些没能坚持住的竞争对手们都还在苦苦挣扎。

有时候你需要的就是最后一口气，2013 年做价值投资有很多人感到很难受，这很正常。我认为 A 股 2013 年的行情和 2010 年有些像，但是风格差异的幅度要比 2010 年大。2010 年，我们还可以在低估值的、竞争格局好的传统行业中找到一些有核心竞争力的牛股，但 2013 年的行情就很集中，就是 TMT（科技、媒体、通信）、医药、环保、军工，这几个板块内要是没有，其他板块也很难赚到钱。

但是，2013 年的分化程度还是不如 1999 年纳斯达克泡沫时的状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特当时就做得很差，不过他用的是自己保险公司的钱，所以熬过来一点问题都没有。

最难受的是老虎基金（Tiger Fund），罗伯逊清盘的时间是2000年2月，纳斯达克于2000年3月10日见顶——他在最痛苦的时候清盘了。在当时给投资者的那封信中，他认为市场无比疯狂，相信自己最后一定是对的，但是他感觉短期内根本不会有纠偏的可能。

索罗斯的处境位于两人之间。索罗斯自己很坚定地没有去做这些东西，但他的首席投资官斯坦利·德拉肯米勒（Stanley Druckenmiller）买了一堆网络股。很多时候索罗斯能够在拐点处做逆向交易，2000年4月份纳斯达克泡沫一破灭，他就马上把网络股全部砍出去，然后炒掉了德拉肯米勒——索罗斯的纠错功能是无比强大的。

索罗斯不是个简单的趋势投资者，他最厉害的是拐点投资，他可以在事前把拐点看得非常清晰。2009年年底我曾去他们公司访问，给我留下深刻印象的是他们的交易员当时很强调的一个概念：最拥挤的交易。

2009年年底，美国经济已经开始复苏，当时市场的共识是，量化宽松违反了所有的经济学常识。因为美国现在之所以陷入这种困境，是因为之前印了太多的钱，货币太宽松。但美国的解决办法居然是印更多的货币，然后把利率降到更低，这不是火上浇油么？所以当时大家对美元非常空。但量子基金当时观察的结果是，三大最拥挤的交易一是看空美元看多人民币，二是看空美元看多台币，三是看空美元看多韩币。当时是2009年的第四季度，美元指数大概71，索罗斯于是做了反向交易，之后半年赚了一大笔钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人都有自己的投资风格。在 1999 年市场严重分化的时候，三位投资大师，老虎基金的朱利安·罗伯逊、量子基金的索罗斯和巴菲特（应该说是当时看来之前 30 年美国做得最好的三个基金经理），都有不同的困境和应对方式。

讲这些案例是为了说明，2013 年时很多人又有了几年前的想法，认为价值投资在 A 股是没有用的。但我想讲一句，便宜是硬道理。对大多数像我这样的凡夫俗子，投资还是要考虑估值。如果你认为有像巴菲特、索罗斯这种能力和水平，就可以不用考虑估值。索罗斯从来不考虑估值，巴菲特对估值考虑得不算太多。巴菲特在 1970 年以前自己做对冲基金的时候，基本上采用的是格雷厄姆的办法，对估值考虑得多。但之后受了菲利普斯和芒格的影响，越来越重视公司的品质。

◎ 不要为普通公司付太贵的价钱

投资肯定是讲性价比，但我认为 A 股很难找到高品质的伟大公司，所以一定不要为普通公司付太贵的价钱。随着时间的推移，A 股所谓的成长股 10 个有 9 个会被证明是伪成长。上市公司主动来和你沟通时，都是有目的的，有些甚至是没安好心的，所以不要被上市公司讲的“美好未来”忽悠了，一定要看现在看得见摸得着的利润、现金流和资产。

在估值、品质、时机这三点中，其实我对时机把握得很差，我选时经常不对，但是我能够坚持不付过高的估值，不买过贵的股票。哪怕是一个普通的公司，只要足够便宜，长远看问题都是不大的。

我的第一份工作就是给公司的创始人兼首席投资官做助手，他是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个很铁杆的价值投资者，对投资分析得很细。现在很多人讲中国的很多传统行业不能买。但是只要你仔细分析，哪怕是垃圾也是有价值的，你只要以 1/2 的价格买，也可以翻一倍。

举一个最典型的例子，美国钢铁（US Steel，股票代码是 X）是美国最老的钢铁公司，最夕阳的行业。美国的钢铁产量在 1973 年就见顶了，已经夕阳了几十年。2002 年它的 2 倍市盈率在许多人看来已是坐着等死的公司了。但是从 2003 年到 2008 年中期，这只股票翻了 20 倍，而且上涨期间持续了 6 年之久。当然，2008 年下半年它又被打回了原形。

股票的回报并不取决于它未来增长是快还是慢，而是取决于未来增长比当前股价反映的增长预期更快还是更慢。这里有股价是否已经反映了所有的好消息或者坏消息的问题。

条条大路通罗马，不存在谁好谁坏，我只是更重视统计数据。你可以看看全世界的统计数据，10 个国家中有 9 个国家是价值股跑赢成长股的，而且跑赢是在什么时候呢？就是在季报公布后的那两三天。比如价值股一年能够跑赢成长股 7 个百分点，在美国这 7 个百分点基本就在 8 个交易日内实现 70%——就在每次季报公布之后的两天。这说明在季报公布出来的业绩中，成长股很容易低于预期，而价值股很容易超出预期，因为未来不会有乐观者想象的那么好，也不会有悲观者想象的那么差。成长股的成长比价值股快，但没有大家预期的那么快。

但是，2013 年的 A 股好像不存在股价是否反映了所有消息的问题。你会发现只要概念好，再贵也有人买，概念不好的时候，再便宜都没有人买。银行股 6 倍市盈率的时候大家觉得很便宜，但估值可以下降到 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍市盈率。当然这期间价格没有跌这么多，很多是利润增长带来的估值不断下降。A股这一点反而给了价值投资人一个非常好的机会。

在美国做价值投资，有时不得不买一些品质一般的公司，因为价值投资总是要买低估值的东西，而美国是一个定价相对合理的国家，所以你买的那些低估值的东西，在某些人看来真的就是一堆垃圾，例如钢铁、制造业。美国的制造业是很夕阳的，因为它已经被整个掏空，搬到中国来了。但是事实证明，在美国，低估值的“垃圾”公司的长期回报率显著地高于那些外表光鲜亮丽的高估值的“成长股”。这个现象在韩国也是一样。

过去10年应该算是中国成长最快的10年，今后10年的成长肯定没有过去10年快。但看看过去10年，有多少股票可以实现每年30%的复合利润增长？你可以自己算一下，真的不多。根据美国的统计，真正可以算作成长股的，大概20只中有1只。很多人说美国小股票也跑赢大股票，但其实是低估值的小股票跑赢了大股票，高估值的小股票是最差的资产类别，因为它们的业绩总是不断地低于预期，10家小股票中可能只有1家能够成功。在世界各国，小股票的估值一般低于或接近大股票的估值，只有在A股中，小股票的估值是大股票的好几倍。2013年创业板的估值是主板的6倍，这不是一个正常现象，时间会证明这是不可持续的。

我很喜欢读成功投资人的传记，也很喜欢和中国杰出的投资者交流学习，思考这些人为什么成功。巴菲特来中国做投资大获成功：中石油赚了8倍，比亚迪现在的价格比当初的成本高出好几倍。安东尼·波顿（Anthony Bolton）在欧洲做了30年，平均年度回报率是20.3%，这个长期业绩和巴菲特差不多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安东尼·波顿是我最尊敬的投资人之一，但为什么他到中国来投资的业绩不理想？关键在于安东尼·波顿喜欢做小股票，巴菲特喜欢做行业龙头，而中国小股票骗子的比例远高于欧洲，波顿最后才发现管理层和他的沟通不诚信。因为安东尼·波顿采用和彼得·林奇一样的“翻石头”的方法——不断地调研。安东尼·波顿一年大约调研 700 家公司，写下了几十大本的调研笔记。在这种“翻石头”的方法中，你翻 100 块石头，可能就会有 1 块底下有宝贝。安东尼·波顿到了中国就拼命地翻石头，但他翻的是小石头，而中国的小石头后面很多都是骗子，于是业绩就不理想了。

投资微论

关于估值的几句话 便宜是硬道理。买便宜货不一定赚钱，但赚钱的概率较大。买便宜货往往先被套，最终赚钱。即使如医药、科技、媒体、通信之类的成长行业，估值也是重要考量因素。有些行业，如何界定“便宜”并非易事，低市盈率、低市净率不一定是便宜。

问题 2：品质

品质肯定是更重要的，那我为什么反复强调“便宜是硬道理”？这是因为估值方法容易，每个人都可以学。便宜不便宜大多数人都能够判断，因此关键的区别在于搞清楚公司的品质。关于时机，我不能够判断，但是绝大多数人也不能够判断。**所以说，三个要素中，投资者真正需要下大力气搞清楚的就是品质。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们很多的卖方报告过多地关注动态的信息，而对公司静态的信息分析得不够。静态的信息是什么呢？最简单的就是先回答一个问题：这家公司做的是不是一门好生意？好生意就是容易赚钱的生意。比如茅台，这个公司的商业模式很简单，哪怕现在被政府这样子打压一样能赚钱，只是增速下来了。你说他的管理层一定比钢铁公司的管理层高明很多吗？那也很难说。

所以说，马和骑师，选马比选骑师重要。特别是对大公司而言，这是一匹怎样的马比这是一个怎样的骑师更重要。特别是在中国这种环境中，你很难判断骑师的好坏。可能资深的研究员、基金经理能够和高管沟通得多一些，但大多数人可能和高管都见不了几次面。而且就算见到了高管，你有精力了解他们的中层管理人员吗？

当然，对中小企业来说，管理层的重要性不容忽视。中国有很多小企业，看起来像是伟大的企业，但是发展到一定程度就发展不下去了，因为它受限于董事长、大股东个人的素质和境界。很多中国的上市企业在成长到 100 亿、150 亿以后上不去，是因为管理层没有足够的眼光和胸襟。公司在不同的阶段，它的品质的看点是不一样的。小公司当然是骑师更重要，大公司就是机制和文化更重要。所以，是选骑师、选马还是选赛道，要看公司处于哪个发展阶段。

◎ 品质的判断 1：是不是一个好行业

对于品质的判断，我的办法比较简单。我更重视行业分析，而不是个股分析。**我认为选一个好行业是成功投资的基本条件**。你会发现有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些很好的管理层，很好的公司存在于烂行业中，最终也没戏。我几年前调研过几个钢铁公司，里面有的管理层很好、产品线很好、技术也很先进，但可惜在中国钢铁这么一个烂行业里，再好的管理层也无用武之地，这是行业格局使然，所谓格局决定结局。中国的钢铁行业要比美国分散得多，美国钢铁行业最后只剩下三四家在玩了，中国钢铁行业还有几十家，竞争过于激烈。我很重视行业的竞争格局，行业里一旦玩的人多了，日子就难过。玩的人不多，日子就不会差到哪里去。

当然这个不包括一些“中字头”的央企，它们的垄断是国家给的。国家授予的垄断意味着它的定价权受到政策限制。我们并不喜欢垄断本身，我们喜欢的是垄断带来的定价权，所以定价权受限制的垄断没有意义。

公司的品质好坏，关键是看能不能具有定价权。并不是说消费品就好，投资品就不好，关键还是在于有没有定价权。消费品更能有定价权是因为消费品是差异化产品，而且下游是分散的客户，公司的议价权更大；投资品的定价权更有限是因为它们经常是无差异的同质化产品，下游客户更集中，因此公司的议价权更有限。

我特别重视行业格局的变化，因为行业竞争者的增加往往会把行业带入死胡同。美国的次贷危机是怎么搞出来的？其实它的根源是在 1999 年，《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）被废除。当时为了使花旗顺利买下旅行家和所罗门兄弟公司，花旗的 CEO 桑迪·威尔（Sanford Weill）去游说国会废除大萧条时期制定的《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》。废除之后，美国的商业银行就大举进入了投资银行业。商业银行在进入投资银行业后具有资本优势和客户优势，投资银行业的行业格局于是发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了变化：原来只有5家大投行在玩，现在是10家在玩。原有的5家为了维持自己的利润增长，就只好搞创新，最后搞出了次贷危机。

公司品质很大程度上在于行业格局是否良性、行业竞争是否激烈。所以每次我调研公司，都会问高管几个问题：你对你的竞争对手怎么看？最近竞争对手有没有什么做法让你特别难受？你最近有没有什么做法让你的竞争对手感到难受？比如去调研装修行业，会发现过去两三年他们彼此不讲坏话，说明这个行业的竞争格局还不够激烈。但是看有的行业，两家龙头公司在微博、报纸上对骂，说明了行业格局的恶化。行业竞争太激烈，谁都赚不到钱。

◎ 对政府扶持的新兴行业为什么要谨慎

我为什么不太喜欢政府支持的新兴行业？因为政府的支持其实是增加了供应，增加了行业的竞争对手。比如风电和光伏，2010年一扶持，立马全国遍地开花，才两三年时间，马上供应过多、产能过剩。LED是一项很好的技术，它的需求确实上来了，技术也是可以的，也节能环保，但是最后大家都没有赚到钱。为什么呢？行业格局太分散了。前几年很多地方都是上一台MOCVD地方政府就补贴1 500万，这种补贴让企业在技术不成熟的时候就把产能摊子铺起来了，结果一定是产能过剩和恶性竞争。而且这种补贴还有一个不好的地方，就是都有地方保护主义。比如很多地方招标电动的公交车，就要求公司在当地采购，有的甚至连电池材料都要求当地采购。政府的扶持加上地方保护主义，反而阻碍了全国统一市场的形成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我其实特别怕这种政府鼓励的行业，因为政府的基因和创新的基因往往格格不入。硅谷的苹果、Facebook、谷歌……没有哪家是政府扶持出来的。中国如果在10年前就把互联网定位成国家大力扶持的战略产业，今天的互联网可能就是国有企业的天下，中国也就出不了百度、阿里、腾讯这些伟大的公司了。

一个行业一旦受到政府扶持，冲破各种桎梏的希望就不大，所以我一直对政府扶持的行业保持谨慎。政府对扶持的对象往往选择有误，中央政府没有精力和能力去管得这么细，各地方政府则倾向于各自扶持当地的企业，最后造成产能过剩、价格竞争。最后，资金都耗费光了，就没有钱搞研发了。没有钱搞研发，就竞争不过国外，而创新行业是以研发和创新为基础的，打价格战没有赢家。

电动车最后成功的是特斯拉（Tesla），而且它的技术路线和2010年热炒的那些技术路线都是不一样的，它的技术路线是几千块小电池并联在一起。当时市场炒作新能源，每个人都说自己是比亚迪的供应商，后来调研结果显示，只有卖包子的老阿婆没有撒谎——她真的为比亚迪食堂提供早餐的肉包子，比亚迪根本就没有向当时大家热炒的那些A股厂商采购过。

如何判断公司的品质？首先是看行业的格局，不要有太多人做，做的人多了，竞争自然就激烈了。银行之所以好赚钱，就是因为虽然中国有大大小小两三千家银行，但全国性的银行没有多少家，主要的市场份额都在上市的这十几家银行手里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

政府扶持 政府今天扶持这个明天打压那个，但有些行业越打压越赚钱，有些行业越扶持越亏钱。不是因为政府的力度不够，而是因为有些经济规律是不以人的意志为转移的。扶持其实是鼓励更多的人进入行业而加剧了竞争，打压却限制了新增供给，反而改善了竞争格局并且让行业龙头做大。

◎ 品质的判断 2：差异化竞争

对品质的判断，第二个要注意的是差异化竞争和同质化竞争的区别。为什么钢铁业赚不到钱？因为提供的是同质化产品。为什么航空业在国外长期赚不到钱（在国内可以赚钱，因为大的只有 3 家，而美国有多家）？因为提供的基本上是无差别产品（当然细究之下还是有一些差别的，例如航空公司的历史安全纪录、机型等）。为什么白酒好赚钱？因为它是一个差异化的产品。可口可乐好赚钱，也因为它是一个差异化产品。**差异化的第一个标志是品牌。**

品牌也要进行区分，有的品牌只有知名度，没有美誉度。中国有很多品牌，但真正有美誉度的品牌不多。一个品牌的产品如果是用来请客送礼的就特别好，因为有个面子问题。请客送礼的东西是越贵越买的，在家里自己用的东西就不是越贵越买的。最近服装股和家纺股跌得一样惨，但其实服装还是比家纺要好。当然家纺的格局比服装好，家纺就只有三家慢慢脱颖而出了，服装竞争更激烈。但是，服装是穿在外面的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有个品牌，有个小 logo，消费者就会觉着物有所值。请客送礼或者在外面可以炫耀的产品更有定价权。所以说，差异化、定价权的一个来源是品牌，而且最好是请客送礼的品牌。

差异化的第二个标志是有回头客，即用户黏度高。少量多次的购买是最好的。我不太喜欢靠大订单的企业，今年有大订单，可能明年后年就没有了。

差异化的第三个标志是单价不要太高。单价高的商品，消费者对价格较敏感，相反，单价低是个优势，卖家容易有定价权，比如口香糖，因为单价低，消费者对价格差异不敏感，它的定价权就比汽车定价权要高。汽车的品牌还是有一点用的：同样质量的车，如果有品牌，会卖得贵一点。但它不是决定性的，因为汽车是大宗商品，大家买的时候会慎重，会考虑性价比。全世界市值最大的汽车公司是丰田，而不是宝马和奔驰。可以看到，虽然宝马卖得贵得多，但是曾有很长的一段时间，丰田的净利润率超过宝马，说明汽车业更多是靠规模效应和精细化管理，宝马的品牌溢价还不足以带来比丰田更高的利润率。

差异化的第四个标志是转换成本。比如软件，前阵子公司技术部门建议我换一个大屏幕下面带两个小屏幕的新电脑，我没同意，一方面是因为我不愿意有更多的屏幕来关注短期的股价波动，但更重要的一方面是时间上的转换成本。如果更换医疗使用的设备或耗材，医生就需要时间去适应新的产品，转换成本就会高一些。转换成本高的产品用户黏性高，定价权就高。

差异化的关键在于能不能提价，提价之后是不是不影响销售。我最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近在研究一个小的快速消费品公司，十几倍市盈率，市值也不大，全中国只有四家，市场占有率大概 90%。品牌可以，还控制了一些上游资源。但 2013 年它试着提了 13% 的价，随后需求一下子跌了 20%，于是它又赶紧把价格降回来。这说明它现在不具有定价权。

差异化的第五个标志是服务网络。工程机械在全世界每个国家都只有 1~3 家，都是赢家通吃，很重要的一点就在于服务网络。比如如果一辆泵车坏了，工地停工一天就要浪费几十万的成本。所以必须要在几小时之内修好，修不好的话就要赶快拉一台新的来换。这种情况下服务网络就很重要，规模效应就很明显，龙头企业在服务布点上的优势就让后来者很难赶超。

产品的销售半径小，也是一个优势。比如水泥就比钢铁好，大家都是无差异产品，但水泥可以在某个城市占 80% 的市场份额。曾经的世界首富，墨西哥的卡洛斯·斯利姆·埃卢（Carlos Slim Helu）就是做水泥出身的，当然他也做了很多其他的行业。

再比如房地产，房地产为什么好赚钱，部分原因就在于销售半径小。东莞的房子没办法搬来和深圳关内的房子竞争。华侨城片区的房子，街这边卖 3 万一平方米，街对面卖 6 万，6 万一平方米的楼盘卖得比 3 万一平方米的还快，这就体现出开发商品牌的定价权。

再比如高档手表，高档手表按理说应该是利润率很高的，但这是一个全球性竞争的行业，中国的手表商要和全世界的手表商竞争。而就算是一个只有 3 个亿的小地产开发商，楼盘只和本区开发的产品竞争就可以了，竞争的激烈程度小得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差异化的第六个标志是先发优势。好的行业里，领先企业通常有较为明显的先发优势。我比较喜欢买的是龙头，而且是有先发优势的龙头。只要在行业内领先，后面的公司一辈子也追不上，这就是先发优势。俗话说男怕入错行，我们个人在做事业选择时，很重要的一点就是要找到有先发优势的行业。我认为做一个证券分析师就很有先发优势。做10年之后，和新进来的人相比，你的市场影响力、在行业内的人脉、对行业的理解是完全不一样的，这是个好行业。像外国的券商研究所里有60多岁了还在做分析师的人，也做得很快乐。但是，做程序员就不一定是一个好行业，可能3年就需要学一种新的计算机语言，除非你转型做产品经理。中国的很多行业就是这样，总是有后浪不断去推前浪，最后把前浪拍死在沙滩上。这样的行业就很难受。

其实现在炒的这些创业板公司，大多没有这种先发优势。当然其中有一小部分是有核心竞争力的，也出了一些很好的成长股，但是很多公司拿订单的核心还是靠便宜。

再过5年，中国可能会有很大一部分制造业被外包到越南、印度等国家。中国这几年劳动力成本、土地成本、环保成本上升很快，再加上汇率升值，我们的成本优势已经完全丧失了。10年以前，我们的人工是墨西哥的1/10，现在我们是他们的75%，基本上是同一个量级的，已经没有什么优势了。10年以前跨国公司可以把美国的产能转移到大陆来，10年以后一样可以转移到越南等国家去。不过短期内还转移不动，因为总成本价差还不够大。现在的价差只有10%或20%，而且拆旧厂建新厂还有固定成本的问题。但是到下一代技术，特别是对那些技术变化快的（比如iPhone3零配件的产能到了iPhone8），可能一点用处也没有了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（iPhone8 可能就要用新的技术了）。我比较讲究先发优势，在行业内技术变化太快的行业里，这种先发优势就很难看到。

尽管美国的科技股是美国过去 30 年涨得最好的行业，出了不少涨幅几百倍甚至上千倍的牛股（20 世纪 90 年代雅虎涨了几百倍、思科涨了上千倍），但为什么长期业绩好的投资大师如巴菲特、芒格、索罗斯、彼得·林奇、约翰·内夫（John Neff）、杰里米·格兰桑（Jeremy Grantham），没有一个爱投科技股？一个重要的原因就是因为这个行业技术变化太快，先发优势不明显，护城河每 3~5 年就要重新挖一次，太难把握。

投资微论

财务分析 许多人对财务分析不屑一顾，但是对季报利润比预期多一分钱还是少一分钱耿耿于怀。其实随便一点会计手段（向渠道压货、改变折旧方式、存货价值重估、信用销售）都可以轻易地改变每股盈余几分钱。对行业格局的分析和对公司核心竞争力的理解是“道”，财务分析只是“术”，但是后者对前者起着验证和把关的作用。

◎ 品质就是搞明白这是不是一门好生意

总结一下，判断一个公司所在的行业好不好，首先是看行业竞争格局是不是清晰，领先者有没有品牌的美誉度，领先者产品的售价是不是显著高于其他竞争者，领先者有没有网络服务的优势，有没有规模效应，产品的销售半径是不是相对比较小（不用参与全球竞争），是不是有回头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客，是不是低单价（下游对价格不敏感），是不是转换成本高，领先者是不是有先发优势，技术变化是不是没有那么快。对品质的评判有很多指标，核心是“这是不是一门好生意，有没有定价权，是不是一门容易赚钱的生意”。

比如我不太喜欢女装，我认为女装品牌忠诚度没有男装高。男人比较懒惰，30 岁时习惯买一个品牌，到 50 岁还是买这个品牌。女人三天两头变，款式变，颜色变，花样也变，女人又比男人爱逛街爱比较。所以我总觉得男装比女装容易赚钱。

我作为一个基金经理比较愿意读到的报告，是把一个公司与他的直接竞争对手作比较的报告，这对我的帮助是最大的。现在看 10 篇报告，有 9 篇都是孤立地讲这个公司多么多么好，和竞争者的比较都是一笔带过，这样的报告对我其实帮助不大。绝对的好没有意义，一定要和别人比较。我一直强调胜而后求战，愿意买已经把竞争对手打趴下的公司，而不是战而后求胜，在百舸争流中猜赢家。

很多人炒新兴行业根本没有把这些行业搞清楚，其实这些行业还处在婴儿期。买一只股票，要讲究买在什么阶段。如果我们可以提前付一个人一笔钱买断他一辈子的收入，那么你愿意在什么阶段买？你愿意在他读幼儿园的时候就付这笔钱么？就因为他是一个新兴行业、是一只成长股？那个时候根本没有办法判断！你可以等到大学，如果他读的是名牌大学，未来成功的概率会大一点。不过最好是等到他工作三年以后，可以看到他是不是在一个好行业中找到工作、晋升的速度是不是较快，那个时候是最好的。买入一个真正好的公司，好的行业，你永远都不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太迟。就像百度、腾讯这种股票，一直等到他们把对手打趴下了，在优势已经很明显的 2005 年再买，也还有几十倍的空间。

另外，我认为行业研究员能够给基金经理提供的附加值在于讲出这个行业的特点。2013 年最火的行业是传媒，因为电影的票房很高，但是“电影的商业模式到底是怎样的？”这个问题却很少有人探讨。作为一个内容行业，电影的特点就是它的利润缺乏可预测性和可持续性。这个电影可以有十亿票房，下一个电影可能就只有三亿。观众的口味是在不断变化的，特别现在 80 后和 90 后是看电影的主力军，他们的口味是很难把握的。

我分析公司、分析行业，更看重的是行业的内在特质和公司的长期经济特征这一类静态的信息，这是些规律性的东西，只有对行业真正理解了才能够说得出来。然而市场短期总是更关心公司这个月订单怎么样，下个月有没有资产注入这类动态的消息。跟踪动态消息的办法是术，不是道，若要真正长期地取得超额收益，必须要把行业的特性、内在的规律搞清楚。

再回到电影的例子。很多人以迪士尼为例说明电影商业模式的优势。但是迪士尼在电影业中是独特的，它起家时靠的是动画片，米老鼠唐老鸭是不会要求涨工资的，而且，迪士尼的动画片每七年就可以原封不动再卖一次，这种未来收入的可预见性在内容行业中是少见的。稳定和可预见的未来收入，这也是当年巴菲特购买迪士尼的重要原因之一。

但很多人认为，电影的票房增长这么快，一定有牛股。中国电影业过去十年的票房增长速率确实是很惊人的——每年 40%~50% 的增长。但是如果要讲行业增长的故事，我有两个问题：第一，如果行业持续快速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长，电影的院线肯定是要赚钱的，那为什么港股上市的电影院线才 0.5 倍的市净率、7 个亿的市值？第二，为什么在美国上市的博纳影业才 15 亿元人民币的市值？其实它 2012 年的收入跟 A 股的这些电影龙头是差不多的，为什么总市值相差二三十倍？

当然，跟创业板其他那些空手套白狼的公司比起来，A 股的这些电影龙头还算是有些基本面支持的，至少他们在行业中确实是属于领先的。但是，对内容行业的公司，我不愿意在他们拍的电影很火爆的时候用 50 倍的市盈率去买，长期来看这具有戴维斯双杀风险。投资者应该在他们拍出烂片的时候用 15 倍的市盈率买入，这样就可以等待戴维斯双升。因为对内容行业来讲，好片之后可能接着是烂片，烂片之后可能接着是好片，这其间的随机因素太多，缺乏延续性。

内容行业的收入与利润的不可持续性，对手游行业来讲是一样的。几年前最火爆的游戏是《愤怒的小鸟》，虽然之后又推出了好多版本，但再也没能达到当初的那种火爆程度。所以《愤怒的小鸟》的创始人把自己的公司卖给了大型的传统游戏开发商，《植物大战僵尸》的创始人也同样选择了出售公司，他们都属于了解行业特性的明白人。然而，迪士尼的情况就不一样，米老鼠唐老鸭的动画形象在小孩和家长的心里扎下了根，成为了“特许经营权”，他们会不断地反复购买各种各样的迪士尼商品。而手机游戏的生命力却只有 3~6 个月，绝大多数手游根本就没有什么黏性，更谈不上特许经营权。2013 年市场对电影和手游行业的爆炒，最终结果就像纳斯达克泡沫最终的破灭一样是很清晰的，只是我不知道它什么时候会发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我并不是说手游作为一个行业没有美好的未来，相反，我认为手游的未来是无比光明的。就像1999年时我也认为互联网作为一个行业有着极其光明的未来，但这并不代表互联网企业的股票在畸高的估值下值得买入。

我是在1995年申请美国大学的时候开始使用互联网的，是中国的第一批网民。当时要访问美国大学的网站，输入网址后可以先去洗个澡，洗完澡出来，这个大学的网站才加载完成，而且出现的页面是纯文字版的，连图片都没有，当时的网速就是这个水平。

1999年时我不买互联网股票并不是因为不看好互联网的未来，而是因为它们太贵，而且当时行业还处于百舸争流的阶段，不知道谁是最终赢家。回头看，现在最大的互联网公司——谷歌、Facebook、腾讯1999年时还都没有上市呢，苹果当时也被大家当作夕阳行业。在1999年上市、存活至今并且做大的其实也只有亚马逊、eBay、Priceline等少数几家，其他的几百家公司全都销声匿迹。在A股市场1999年恶炒的网络股中，更是连一家成功的互联网公司都没有走出来。因为好的互联网公司常常在天使投资、风险投资和私募股权投资阶段就有外资介入了，最后往往会去美国或者香港上市。1999年A股“5·19”行情爆炒的那些公司，事后证明都只是讲故事而已。

尽管在过去14年中，互联网是发展最快的行业，但是14年前在A股基本上找不到好的投资标的。同样，对于今天的新兴行业来说，未来最好的公司很可能今天都还没有在A股成功上市，看好新兴行业也不一定找得到好的投资标的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三五年后，手机游戏可能是一个巨大的市场，但这个市场可能不是A股上市的这些手机游戏公司做出来的，因为这个行业实在是门槛太低、竞争者太多了。最后钱都被平台赚走了，内容公司只是为他人作嫁衣裳。

再举个例子：在2003年，如果比较中国的空调和手机行业，谁在之后10年的增长更快？手机基本是从无到有，现在已经坐拥7亿用户，是过去10年增长最快的行业之一；而空调的增速在2005年之后就大幅下降了。我们可以对比看看过去10年格力电器和美的电器的股价，再比较一下夏新和波导的股价。10年前，波导是“手机中的战斗机”，夏新的手机也供不应求。手机是过去10年中国成长最快的硬件行业，但为什么其长期股价走势还不如专注于空调的格力电器？是因为没有掌握核心竞争力，竞争者太多，还是因为技术变化太快？有人也许会说，这是山寨机，品牌机就不一样了。那就看看过去几年摩托罗拉、诺基亚和黑莓的命运。还有2000年的PALM，它当时是最酷的智能手持终端生产者和最牛的股票，但现在已经没有人记得了。

这种颠覆性的、技术变化快的行业，是很难在事前知道谁是赢家的。并不是行业增长快就能随意购买股票。这个逻辑在2013年的市场中是不被认可的，大家只是想着要买符合转型的公司、快速增长、有远大未来的公司，但是这种逻辑是经不起时间考验的。

一个成功的投资者应该能够把行业到底竞争的是什么说清楚，把这个行业是得什么东西得天下弄明白。比如说高端酒是得品牌者得天下，中低端酒得渠道者得天下。中低端酒的品牌忠诚度没有那么高，就看谁的渠道铺得更广，管理得更精细。同样是白酒行业，在不同的细分子行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业中竞争的东西也是不一样的，投资之前必须把每个细分子行业中决定胜负的因素研究清楚。即使是同一个行业，投资者也得明白在不同阶段，到底什么因素是决定胜负的关键。比如说电子行业在一些阶段可能是得良品率者得天下，或者是得技术路线者得天下，或者是得订单者得天下。

投资微论

要认识一个行业，不妨做一道填空题：得____者得天下，用一个词来概括这个行业竞争的是什么。例如，基金业是得人才者得天下，高端消费品是得品牌者得天下，低端消费品是得渠道者得天下，无差异中间品是得成本者得天下，制造业是得规模者得天下，大宗品是得资源者得天下。

问题3：时机

投资的第三个大问题是时机。都说投资是科学加艺术，在投资的三个基本问题中，估值是最接近科学的，有一整套的方法和规律可以学习；而选时是最接近艺术的，只可悟、不可学，只可意会、不可言传。

也有许多人试图从历史股价走势中总结出各种选时的规律，有些是依靠事前无法断定、事后昭然若揭的主观图形，例如数浪，A浪、B浪、第几大浪、第几小浪都是事前模棱两可，事后一览无余的，这样的方法就是“艺术”了——不可检验，无法证实也无法证伪。还有一些是依靠客观指标的，比如突破一定的百分比就是反转信号、移动平均线交叉就是交易信号等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些信号其实是可以用历史数据测试的。多年前我曾与程序员一起用世界各国的海量历史数据测试过许多这样的“客观化”的技术指标，模拟结果令人失望：我们几乎找不到有效的指标，而且大部分只有50%左右的正确率，甚至不能够用作当反向指标，少数模拟有效的指标扣除了交易成本后也基本无利可图。对于选时指标，经常错的指标和经常对的指标的价值是一样的，最无用的就是那些接近50%正确率的指标，而大多数的技术指标都在此列。

当然，也有些基金经理靠技术指标判断市场方向，根据这些指标进行的波段操作和及时止损来控制下行风险，管理的基金的长期业绩突出，也深受机构投资者的欢迎。不排除确有深谙此道者能够持续创造超额收益，但是，作为投资者的你很难识别这种选时能力。国外的研究表明，判别一个人有没有选时能力需要54年，因为选时只是二选一的涨跌选择，要判断一个选时正确的人是因为能力强还是因为运气好，需要积累很多年的数据才能够有足够的样本数进行区分。

对于多数人而言，对待选时的正确态度应该是避免把大量的时间花在试图“抄底”或者“逃顶”上。从时间耗费的投入产出比的角度来看，对于一个公司的基本面而言，你研究了3个月，比一个研究了3天的人做出的投资结论的胜算要高得多。然而，你在一张K线图上花3个月计算各种指标，也不见得能比一个看了几秒钟K线图的人更准确。彼得·林奇说的“如果你每年花10分钟在宏观分析上，你就浪费了10分钟”也是同样的意思。

总有人感叹错过了一只几十倍的大牛股，卖得太早了；而不久之后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又会因为回避了某只股票20%的调整而沾沾自喜。其实，二者常常是鱼与熊掌不可兼得的。短期选时与长期投资虽然有时可以并行，但是更多的时候是相冲突的。

密歇根大学金融学教授内贾特·赛亨（H. Nejat Seyhun）对1926—2004年美国市场指数进行研究后发现，不到1%的交易日贡献了96%的市场回报。同样的数据，出发点不同就有不同解读。长期投资者说，这说明长期投资是对的，这样才能保证那1%的日子出现时你有持仓。短线选时者说，这说明波段操作是对的，因为其他99%的日子里你根本就不需要有仓位。二种观点的分歧在于，这1%的交易日是否事前可预知。

对于强调基本面分析的人来说，短期选时难度太大，相比之下长期择时更有意义。从统计意义上来说，最低点或最高点的成交量占全年的成交量的比例极小，精确的“抄底”或者“逃顶”跟彩票的中奖概率差不多。如果把“底”和“顶”在价格上看成区间、在时间上看成时段，用更长期的眼光来看问题就会相对简单一些。

对我而言，第一种办法是看估值。在世界各国的股市历史中，市场估值是长期均值回归的，例如，美国、欧洲的长期市盈率中值都在15倍左右。低估值时高仓位，高估值时低仓位，这个“笨办法”虽然既不能保证“总是对”、也不能保证“马上对”，但是长期坚持下来，一定是有超额收益的。

第二种办法，是根据各种指标之间的领先和滞后关系进行分析。（具体请参读本书第10章）

第三种办法，是根据对市场情绪的把握和逆向思考进行分析。其实，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期选时如果能够避免追涨杀跌，避免受众人的极端情绪影响，就能先立于不败之地。基金业的某教父级人物曾说过，从选时的成功率来看，“死多头”和“死空头”的正确率长期看各有 50%，但是大多数人的选时正确率不到 50%，因为人们易在暴涨后乐观、在暴跌后悲观，结果常常是高点高仓位、低点低仓位。如果我们观察一下 A 股公募基金的平均仓位，就会发现仓位最高点出现在 2007 年 6 000 点，仓位最低点出现在 2008 年的 1 664 点。所以才会有“88 魔咒”的说法：当公募基金平均仓位达到 88% 以上时，一般就是市场阶段性见顶的信号了。

国外的公募基金绝大多数不选时，契约上就白纸黑字地要求 95% 以上的仓位，原因很简单：过去 100 多年的历史表明，国外选时的基金的长期业绩不如不选时的基金，就是因为大多数选时的人往往出现高点高仓位，低点低仓位的情况。

我的第一个老板曾经半开玩笑地说他有一个最佳选时指标，就是他的远房表弟，平时联系不多，但是每次市场火热时表弟就会打电话来问他对股市的看法，这通常是市场接近见顶的信号，老板称之为“表弟指标”。

其实，能成功选时的总是极少数。**对于多数人而言，只要把估值掌握好，把基本面分析好，淡化选时，长期来看投资回报就不会差。**2013 年谈基本面就输在起跑线上了，说估值就死在起跑线上了，但这种现象不是常态。总体上看，A 股市场过去 10 年的趋势是越来越重视基本面，越来越重视估值。这个趋势是不会变的。随着 QFII（Qualified Foreign Institutional Investers，合格的境外机构投资者）的进入，这个趋势只会得到进一步加强。2013 年大家都说 QFII 不懂 A 股，再过几年，QFII 的话语权增大后，那就不是“QFII 不懂 A 股”，而是“A 股不懂 QFII”的问题了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

历史上的股市见底信号 1. 市场估值在历史低位；2.M1 见底回升；3. 降存准或降息；4. 成交量极度萎缩；5. 社保汇金入市；6. 大股东和高管增持；7. 机构大幅超配非周期类股票；8. 强周期股在跌时抗跌，涨时领涨；9. 机构仓位在历史低点；10. 新股停发或降印花税。

共性的、本质的、规律性的分析

估值分析加基本面分析长期来看是行之有效的，这一点我丝毫没有怀疑过。尽管 2013 年谈基本面和估值与市场格格不入，但是长期看一定是对投资业绩有帮助的。

在基本面分析中最重要的是那些静态的、本质的、规律性的分析，而不是动态的订单之类短期的经营情况。管理层的素质是静态的、本质的。如果能够对管理层的素质和道德水平作出定性的分析，对投资是特别有帮助的。首先，这个公司的管理层可不可靠、值不值得信任，是否曾经误导过投资者。其次，他们对行业的认识和这个行业的实际趋势是否相符。再次，这个公司的管理层有没有执行力，对公司的中层是否有足够的控制力和号召力。这三个问题是都是些静态的信息，一旦找到答案，短期内是不会改变的。

对中小公司而言，管理层是特别重要的。中小公司更多地处于靠个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人英雄主义的阶段。有一两百亿以上市值的大公司，更需要依靠一种机制而不是某个人。所以对大公司的分析，我经常需要看这个公司中层的关键绩效指标（Key Performance Indicater，KPI）是怎么定的。

比如，我们就曾经比较过金螳螂、亚厦、广田、洪涛和瑞和的 KPI 考核指标。因为装修行业的项目是散布在全国各地的，管理半径长，管理得好与不好差别非常大（全国性的房地产公司也是同样的道理）。考核导向是非常重要的，我们发现，哪家公司 KPI 最重视现金流和回款，哪家公司的现金流和回款就最好。大公司不能再依靠个人英雄主义，必须要靠管理、靠文化、靠机制。我们要寻找的就是那种好行业中的好公司，最好还有好的管理层和好的管理机制。

把投资分析简化为估值、品质和时机三个问题，不敢说是最好的办法，肯定也不是唯一的办法，但我相信它是一个相对行之有效、相对简单可行的办法。而且，它也不只是在 A 股行之有效，从我在美国、加拿大、韩国、香港等很多个国家和地区的亲身经历来看，这个办法的效果都不错。

的确，投资有相当一部分是因时而异、因地而异、因国家和行业而异的；但是，投资也有一些更为本质的东西是共性的，是放之四海而皆准的，并不会因为国家和行业的不同而不同。作为一个职业投资人，我们要研究的就是这些共性的、本质的、规律性的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

投资理念VS具体知识 如果把投资比成项链，那么投资理念就是线，对公司、行业的具体知识就是珠子。只有珠子没有线的人是行业专家，但不是行业投资专家。只有线没有珠子的人是投资学家，但不是投资家。二者只能选其一时，珠子更有用一点。所以一些没有投资理念的人短期业绩也可以很好，因为刚好找到了一个大珠子。对研究员而言,珠子更重要，但研究员应该是行业投资专家而不仅是行业专家，所以也要有一定的投资理念来把对行业公司的知识串在一起。对基金经理而言，线更重要，但只有线没有珠子很容易成为眼高手低的理论家，必须通过不断地调研保持对行业、公司动态的了解。

两句令我很受启发的话 一句是某投资界牛人说的：投资就是要杀鸡用牛刀，因为杀鸡用鸡刀不能一刀毙命反而容易伤到手，必须集中兵力深度调研打歼灭战。另一句是某上市公司总经理说的：带兵打仗，人是第一位的，因此即使目前经营环境恶劣，也不能减少对员工和团队的投入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

05

宁数月亮，不数星星

买黑马股的人有点像赌石：买块不起眼的石头，期待能开出好玉来。去年的情形是太多的人争着去赌石，玉没人买，结果石头的价格被炒得跟玉的价格很接近：有些还不怎么盈利的黑马股的市值已到了两三百亿，而寡头行业龙头的白马股的市值也不过五六百亿。这时候，我宁可买玉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#周期性成长股#

市场低迷时，周期性成长股是最值得关注的，因为它们的估值会因其周期性而被恐慌性杀跌，但业绩增长却能因其成长性而跨越周期。与非周期性成长股（估值不低）和新兴行业成长股（估值过高）相比，周期性成长股在当前股价下的性价比更高。

#港股#

港股的金融股为何比A股溢价多这么多？为何许多港股小股票才5~15倍估值而A股小股票动不动就50倍估值？国际金融大鳄、对冲基金参与的香港市场定价是不是有参考价值呢？这些身经百战的职业投资者对中国行业和公司的理解真的一无是处吗？行业资本和国际资本的定价对中长期价值投资者往往有启发。

#季报#

历史表明，低估值价值股相对于高估值成长股的超额收益常出现在季报公布前后，因为市场对高估值成长股的业绩预期往往太高，因此季报容易失望；相反，市场对低估值价值股的业绩预期往往太低，因此季报容易超预期。近期业绩快报也凸显了这种预期差，直接推动了市场风格转换为低估值白马行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

05
宁数月亮，不数星星

“来，咱们来数星星。你智商低，你数月亮吧。”这个段子引人发笑，但在股票投资中，我们要宁做数月亮的人，不做数星星的人。

从行业配置的角度看，有的行业集中度高，两三个龙头企业就占据了行业中绝大部分的市场份额，研究这样的行业就像数月亮一样简单；有的行业集中度低，参与竞争的企业多如繁星，要把行业的竞争格局搞清楚就像数星星一样困难。研究后者肯定比研究前者困难得多，但是投资收益的高低与研究的难易却常常不成正比。

如果比较长期的利润增长，数月亮的行业常常战胜数星星的行业。为什么呢？原因很简单。数月亮的行业一般门槛高，参与竞争的企业少，所以竞争有序，坐地收钱，旱涝保收；数星星的行业行业门槛低，谁都能进来，竞争激烈，经济好时担心成本上升，经济差时担心需求下降，好日子总是不长久。前者是赚钱不辛苦，后者是辛苦不赚钱，比较之后，哪一类公司更适合投资，其实是一目了然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最好也最容易研究的竞争格局是“月朗星稀”，就是一家独大，其他竞争对手都不成气候。例如，一家生产原材料的企业所处的本来是生产同质化中间产品的烂行业，但是它占有了该细分领域的中低端市场近一半的市场份额，行业第二名的市场占有率还不到它的1/5。因此，即使是在2011年行业低迷、竞争对手纷纷亏损的背景下，它还能保持10%以上的净利润率。这就是得益于“月朗星稀”的行业格局。

稍差一些的竞争格局是“一超多强”，彼此之间虽然有竞争，但老大的优势还是很明显，例如工程机械、客车以及某些汽车零配件，行业老大的市场占有率远超老二、老三，龙头企业的规模优势、品牌认知度和服务网络优势令竞争对手难于追赶。

再次一些的竞争格局则是“两分天下”和“三足鼎立”。空调是两分天下，所以过去六年空调龙头企业的股价涨了十几倍，同为家电制造但是竞争格局更为分散的电视企业则无法相提并论。

最差的竞争格局就是“百花齐放”、“百舸争流”的高度竞争行业。这种充分竞争的行业一般是吃力不讨好的行业，长期投资者不妨等待他们通过竞争分出胜负之后再投资。许多人都担心等行业竞争分出胜负后再投资会太迟。其实，只要看一下腾讯、百度、谷歌等公司的情况，他们在几年以前就已经击败行业内的其他对手成为一家独大的“月亮”了，但是过去几年的投资回报率依然不菲。

“数月亮”的行业还有一个不太好听的名字：寡头垄断行业。寡头垄断也分两种：国家给的和市场给的。国家给的寡头垄断（例如公用事业）往往伴随着价格管制，长期投资回报一般不会太高。只有市场竞争、行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业洗牌后产生的寡头垄断才有定价权。中国的行业大多竞争激烈，真正靠市场洗牌后产生的寡头行业并不多。

不过，我们说的行业是细分子行业的概念。有些大行业内貌似竞争者多如繁星，但是在细分子行业的竞争格局中已经实现了“三分天下”甚至“一超多强”。例如，白酒品牌貌似多如繁星，但是高端白酒和次高端白酒每个价位内可选的品牌实际上屈指可数；男装品牌貌似多如繁星，但是中高档国产品牌能实现全国布局并且具有美誉度的却寥寥无几；药品种类貌似多如繁星，但是许多病症的可用药基本就是独家品种。因此，在细分子行业的层面，可以“数月亮”的板块其实并不少。

另外，我们说的竞争是区域市场的概念，有的行业从全国的范围看好像市场挺分散，但是在某个特定的区域，市场已经形成了寡头垄断。比如，全国有上万家房地产公司，但城东的楼盘与城西的楼盘之间有时就不存在直接的竞争关系。啤酒、水泥等销售半径小的行业也一样。例如，有的啤酒公司，在其“一家独大”的省份，净利润率能够做到15%以上；在竞争者多的省份，净利润率则不到1.5%。同样的啤酒，由于不同的市场竞争格局，利润率可以相差10倍，可见竞争格局对利润的影响之大。因此，销售半径小的行业，例如房地产、啤酒和水泥，容易在某区域市场产生局部的“月亮”。

有统计表明，拥有博士和硕士学历的人炒股的收益不如拥有小学学历的人。这个统计结果也许不一定有代表性，但也说明了一个问题：投资收益与智商高低无关。高智商的人有时喜欢做一些有挑战性的难事，但是最赚钱的投资机会往往是简单的。数星星比数月亮更有技术含量，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是投资结果往往与智商和技术含量无关。对投资者而言，等企业竞争分出高下，在“月朗星稀”、胜负已分的行业中投资行业龙头，是胜而后求战；在那些竞争者多如繁星的行业中硬要去猜谁是最后赢家，是战而后求胜。两种投资方法孰优孰劣，不言自明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

06

经验就像旧衣服

有人喜欢集中持股，不熟不做，只打有把握的仗；有人喜欢分散持股，降低个股风险，而且易于对每只个股保持客观性（集中持股的人容易“爱上”自己的重仓股）。二者各有千秋，无所谓对错。我喜欢在中间找个平衡：足够多，能降低绝大部分的个股风险；同时又足够少，能对每个持仓都进行深入研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#零售业#

百货自身行业的几个问题：电子商务的分流；商业地产的泛滥削弱了既有商圈优势；有车族购物半径增大，渠道的可替代性增强；人工和租金快速上涨，但是现存畸高的加价倍率导致百货公司在经济低迷时无法转嫁成本。

过去40年美国零售业涌现了沃尔玛、家得宝这样涨了几百倍的大牛股，但他们是以价廉物美为卖点、以标准化全国扩张为增长模式、以郊区“Big Box”为经营模式的企业；相反，那些位于市中心核心商圈、高加价倍率的传统百货公司却长期股价低迷，许多之前如日中天的标志性百货企业最终都难逃破产重组的命运。

#电子股#

我对买电子股一贯谨慎的原因是，也许刚刚费了九牛二虎之力成为iPad2的供应商，苹果又推出iPad3。在iPad2时最牛的供应商，到了iPad6、iPad7时可能就没你什么事了。前浪不断死在沙滩上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

06

经验就像旧衣服

十几年前我第一次对格林布拉特产生深刻印象是由于他的投资业绩，1985—1994 年的 10 年间，他管理的对冲基金的净值翻了 52 倍，就连发生美国股灾的 1987 年和经济衰退的 1990 年，他都取得了 28% 以上的正回报，其他年份就更不用说了——10 年平均年化收益率 50%。

格林布拉特认为，选股有两个最好的指标，一个是资本回报率，另一个是 EV/EBIT（EV 是指企业价值，Enterprise Value 的缩写，等于股票市值和长期净负债之和；EBIT 即息税前利润。）芒格却认为，EBITDA（Earnings before Interest, Taxes, Deprecation and Amortization，未计利息、税收、折旧及摊销前的利润）意味着不计所有成本之前的利润，简直毫无意义。芒格作为巴菲特的合伙人，其投资造诣人尽皆知；而格林布拉特的长期投资业绩也丝毫不逊色于巴菲特。两人各执一词，究竟谁是谁非呢？

芒格之所以对 EBITDA 如此反感，是因为对于一些高估值的股票，华尔街有些人喜欢用企业估值倍数（EV/EBITDA）来使他们推荐的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显得不那么贵，因为企业估值倍数通常远低于市盈率。

EBITDA 的确不能代表企业的真实盈利，但是，不能因为 EBITDA 没有考虑所有成本就说它毫无意义。就像我们经常做毛利率的分析，毛利本身也是不计各项费用之前的利润，但是不能因此就说毛利率分析毫无意义。

同样的道理，市盈率和企业估值倍数不过是分析工具，关键在于怎么用。市盈率是个万金油，什么行业都可以抹一点。企业估值倍数则适用于制造业和各种周期性行业，因为这些行业的利润波动大，市盈率在亏损或者微利时没有意义，用市净率、市销率则难以及时反映企业的经营状况，此时使用企业估值倍数常有事半功倍之效。

与市盈率不同的是，企业价值在股票市值之外还考虑了企业的长期净负债，所以企业估值倍数对依靠高杠杆提升利润的企业有适度的惩罚（这一点比市盈率强多了）。另外，因为 EBITDA 不受利息、税收、折旧等的影响，管理层通过改变折旧方式、税率、利息收入等进行盈余管理的空间也较小。人们常说，“利润只是一种意见，而现金流却是一个事实”。其实，企业估值倍数的本质就是一种衡量现金流的指标，如果应用得当的话，不失为基本面分析的利器。EBIT 也是如此。

值得一提的是，和其他现金流指标一样，EBITDA 对于金融股没有丝毫意义；而对于不怎么负债、没多少折旧的品牌消费品公司而言，企业估值倍数还不如市盈率来得简明直观。所以，喜欢投资消费股和金融股的巴菲特和芒格对企业估值倍数不以为然也在情理之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资的原则是放之四海而皆准的，然而，具体到分析方法和分析指标，一定要按照各国国情和各个行业的具体情况因地制宜地变化。比如很多价值投资者爱用的自由现金流指标（巴菲特的“所有者盈余”的概念也与此接近），我在美国使用多年一直得心应手，但是后来在研究韩国、香港和A股等亚洲股票时就发现不太好用。

因为在亚洲，制造业的企业多，很多具有先发优势的企业在快速扩张时往往进行大幅资本投入，自由现金流很差，但是其规模优势、成本优势和渠道优势却在扩张中得以快速建立，成长为行业龙头，此时，如果拘泥于自由现金流，反而会错失许多大牛股。美国的情形正相反，其制造业过去几十年都在萎缩，那些进行大幅资本开支的企业后来都血本无归，所以资本开支大、自由现金流差的公司股价表现通常不理想。所以说，原则是不变的，但具体的分析方法和分析指标却必须因为国别、行业的不同而有所差异。

这只是一个小案例。我们研读不同的西方投资家的思想时，常发现貌似彼此矛盾的地方和许多不适用于中国国情的地方。其实，只要认真思考不同投资者投资的国别、行业的不同，以及投资风格、期限、规模等的不同，就会发觉每个成功者在自己特定的投资背景下的投资逻辑都是经得起推敲的。

投资经验就像旧衣服，于己合身的，于人往往并不合适。投资中的任何感悟和总结都有各种局限性，只有自己在市场中摸爬滚打、满身伤痕之后，才能找到适合自己的投资之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

一统天下“高小新”阶段，百舸争流，群雄混战，不必急着下注，不妨等“战国七雄”产生以后再挑赢家，而且要买最强的诸侯，因为最后一定是秦国而不是韩国一统天下。等行业格局清晰后再买龙头，往往风险收益比更佳。腾讯、百度几年前就已是不怎么小也不怎么新的寡头了，但是之后股价又翻了多番。

防火防盗防后浪 小股票的高成长性大多只体现在新兴行业或者技术变化快的行业里。这些行业常处在长江后浪推前浪，前浪死在沙滩上的恶性循环中。即使你想买后浪，难处也很多：后浪太多了，此起彼伏，事前不知道买谁；等你买入某个后浪之后，他又被后后浪变成前浪，也死在沙滩上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扑克与投资

德州扑克

许多投资大师都是德州扑克高手，因为二者有许多相通点：都需要理解概率；都要求在不完全的信息背景下决策；都需要在牌好时下重注，牌差时不下注；都需要风险控制——牌好时不能孤注一掷，牌差时要及时止损；读懂自己，避免恐惧和贪婪；读懂对手，知道谁打得松谁打得紧。

公司的内在价值是由现有业务（盈利、资产、现金流）的价值和未来成长的价值两部分共同组成的，就像德州扑克最后的大小是由手里拿的牌和将要摸的牌组成的。价值投资者赌的是手里拿的牌（现有业务的价值），成长投资者赌的是将要摸的牌（未来成长的价值）。一个是胜而后求战，一个是战而后求胜。

未出的牌能否构成赢张，事前是可以估算概率的，然而懂得估算的人少之又少。人性的弱点对未出的牌往往抱有过于美好的想象，驱使人们去赌未来的小概率事件。同理，投资中能预见未来成长的人少之又少，而为成长过分买单的却大有人在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数牌

华尔街很多交易员和对冲基金经理爱玩21点，他们一般擅长数牌，也就是默记盘面上已出的大牌的数量，并以此来估算接下来各种牌出现的概率。不过在拉斯维加斯数牌是与出老千一样遭严厉禁止的，经常数牌的人会上黑名单，各赌场都不欢迎他们，因为这是不公平的优势。

赌场也是与时俱进的，现在的21点经常用多副牌，打了其中的一小部分之后就重新洗牌，再想和以前那样靠数牌为生已经不大可能了。在股市中，"数牌"从来都不受禁止，只是会数的人不多。

数牌的原理很简单，一副牌中，大牌的数量是一定的，前面出多了，后面出的就少了。在股市中，这本质上就是"均值回归"的思路。盛极而衰，衰极而盛，股市的板块轮动其实也可从估值周期、盈利周期、政策周期和经济周期等多个方面进行"数牌"。所谓周期，就是周而复始、有规律可循、有牌可数的。

只是股市的牌比较难数，经常是几十幅牌混在一起，动不动就重新洗牌，而且许多牌还不那么规范。不过有一条捷径：可以数人，数人比数牌更简单、更有效。

数人的原理比数牌更简单：当大家都集中在某些板块抱团取暖时，这个板块的上升空间也就很有限了；当大家都对某些板块避之唯恐不及时，这个板块也就跌得差不多了。股市就像玩跷跷板，你想比大多数人站得高，诀窍是站在人少的那一边。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资眼光

你有四个选择：便宜的好公司；昂贵的好公司；便宜的烂公司；昂贵的烂公司。央视《寻宝》节目中，几万几十万买的也有赝品，几百几千块淘的也有真品，贵的不一定好，便宜的不一定差，关键是看眼光。如果你有眼光，市场上有的是便宜的好公司让你捡漏；如果你没有眼光，你买的那些“昂贵的好公司”其实很可能是“昂贵的烂公司”。

爱买高估值股票的人，潜意识里有好货不便宜的念头，认为在有效的市场中，投资者只能在昂贵的好公司和便宜的烂公司之间选择。其实，A股中短线投机、跟风炒作、追涨杀跌的人基本不看估值和基本面，所以估值高低和公司好坏关系不大，因此便宜的好公司和昂贵的烂公司常有，捡漏的机会多，“打眼”的风险也大。

A股投机客多，又不能卖空，再加上昂贵的烂公司的机构持仓少、流通盘子小，常为游资炒作标的，时有爆发式的短线行情，吸引想赚快钱的散户跟风买昂贵的烂公司。其实，昂贵的烂公司本身的长期回报很差，爆发式上涨的另一面就是断崖式跳水或长期阴跌，散户很难在这种负和游戏中占便宜，还不如老老实实买便宜的好公司。

如果你对自己的眼光有把握的话，昂贵的好公司里面确有些大牛股能够通过未来的高速成长消化高估值，但是有这种眼光的人凤毛麟角。如果你不是那么有把握的话，买便宜的好公司的安全边际在于即使错了也是便宜的烂公司，好歹有点估值支撑；而买昂贵的好公司如果错了，就是昂贵的烂公司，可能血本无归。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人认为，好货不便宜，便宜没好货，所谓便宜的好公司在现实中是可遇而不可求的。**其实，在市场的底部区域，便宜的好公司俯拾皆是，只可惜此时往往有钱的没胆了，有胆的没钱了。**

股票式债券

债券投资者对债市波动往往能有逆向思维，而股票投资者对股市波动却总是追涨杀跌。造成这一差别的原因表面上是债券有固定的息票和到期日而股票没有，实质上却是许多股票投资者不太成熟，对股票投资的本质缺乏认识，所以华尔街有句老话：股票是小孩子玩的，债券才是大人们玩的。

债券下跌后，人们看到的往往是机会，因为人们会注意到债券的未来到期收益率已经因为价格的下跌而上升了；股票下跌后，人们看到的却只是风险，因为股票没有固定的息票和到期日。其实，股票和债券一样，价格大幅下跌后，未来预期收益率就上升；价格大幅上涨后，未来预期收益率就下降。

早在1977年巴菲特就说过，股票不过是穿着股票外衣来参加华尔街化装舞会的、长期资本回报率为12%的债券。想清楚了这一点，对股市进行逆向思维也就容易了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第三部分
投资风险

不为不可成，不求不可得，不处不可久，不行不可复。

管子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

07 价值陷阱与成长陷阱

中国基建投资占GDP的比例为世界发展史上最高，为何每到上下班高峰就寸步难行、每到春运就一票难求、每到节假日高速公路就变停车场？这是个增量和存量的问题。从增量的角度看，我们的基建增速之高古今中外少见；但从存量的角度上讲，我们的人均基础设施存量与发达国家还相距甚远，人均固定资本存量仅为美国、日本的七分之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#政府扶持的产业#

在政府对新兴行业的大力扶持下，光伏产业曾经的中国首富宣告企业破产。其实，创新从来不是政府管出来的，有些事就该交给市场，最好的管理是不管，最好的产业政策是没有。不该管的乱管，该管的食品安全、药品质量、环境污染又不管，是政府该转变职能的时候了。

#政府补贴的产业#

2010 年许多人喜欢炒区域或行业政策，其实相关板块的超额收益并不持久。研究一下过去 5 年涨幅 10 倍以上的个股，港股、美股的中国互联网公司自不必说，看看工程机械、白色家电、地产、食品饮料等行业的龙头里出的十倍股，即可知好企业是市场里竞争出来的，不是政府补贴出来的。

#选马，还是选骑师#

二者各有道理。一个简单的原则是：对小公司来讲，骑师更重要一些；对大公司来讲，“马”本身的质量更起决定性作用。在 A 股上市公司中，好马屈指可数，好骑师凤毛麟角，所以我更倾向于选赛道——那些别人想进却进不去的赛道、那些一马平川没有绊马索的赛道、那些领跑者有先发优势的赛道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值陷阱

价值投资最需要的是坚守，最害怕的是坚守了不该坚守的。金融危机时花旗从 55 元跌至 1 元的过程就深度套牢了无数盲目坚守的投资者。关键是要避开价值陷阱。所谓价值陷阱，指的是那些再便宜也不该买的股票，因为其持续恶化的基本面会使股票越跌越贵而不是越跌越便宜。

有几类股票容易是价值陷阱。

第一类是被技术进步淘汰的。这类股票未来利润很可能逐年走低甚至消失，即使市盈率再低也要警惕。例如数码相机发明之后，主业是胶卷的柯达的股价从 14 年前的 90 元一路跌到现在的 3 元多，就是标准的价值陷阱。所以价值投资者一般对技术变化快的行业特别谨慎。

第二类是赢家通吃行业里的小公司。所谓赢家通吃，顾名思义就是行业老大老二抢了老五老六的饭碗。在全球化和互联网的时代，很多行业的集中度提高是大势所趋，行业龙头在品牌、渠道、客户黏度、成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等方面的优势只会越来越明显，这时，业内的小股票即使再便宜也可能是价值陷阱。

第三类是分散的、重资产的夕阳行业。夕阳行业，意味着行业需求不再增长；重资产，意味着需求不增长的情况下产能无法退出（如果退出，投入的资产就会作废）；分散，意味着供过于求时行业可能无序竞争甚至价格战。因此，这类股票的便宜是假象，因为其利润可能将每况愈下。

第四类是景气顶点的周期股。在经济扩张晚期，低市盈率的周期股也常是价值陷阱，因为此时的顶峰利润是不可持续的。所以周期股有时可以参考市净率和市销率等估值指标，在高市盈率时（谷底利润）买入，在低市盈率时（顶峰利润）卖出。另外，买卖周期股必须结合自上而下的宏观分析，不能只靠自下而上选股。

第五类是那些有会计欺诈的公司。但是这类陷阱并不是价值股所特有的，成长股中的欺诈行为更为普遍。

这几类价值陷阱有个共性：利润的不可持续性，因此，目前的便宜只是表象，基本面进一步恶化后就不便宜了。

只要能够避开价值陷阱，投资可以很轻松：找到便宜的好公司，买入并持有，直到股价不再便宜、或者发现公司品质没你想象的好时，卖出。这是一个蠢办法，但正如《美国士兵守则》所说，若一个蠢办法有效，那它就不蠢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

金玉之堂，莫之能守 《道德经》中的这句话，不妨当作对低门槛行业的所谓成长股的警示。低门槛行业的护城河窄而浅，城内如果满是金银财宝（高增长、高利润），只能有一个结果：各路人马都会攻入城中。因此，高增长必须有高门槛（品牌、渠道、规模、资源、资质、核心技术）为后盾，否则易引来恶性竞争。

成长陷阱

许多人认为，买股票就是买未来，因此成长是硬道理，要买就买成长股。的确，最牛的牛股一般都是成长股；然而，最熊的熊股也往往是“成长股”。许多国家（包括 A 股）的历史数据表明，高估值成长股的平均回报远不及低估值价值股，原因就在于成长陷阱比价值陷阱更常见。

成功的成长投资需要能预测新技术走向的专业知识，能预判新企业成败的商业眼光，以及能预知未来行业格局的远见卓识。没有多年摸爬滚打的细分子行业研究经验和强大的专业团队支持，投资者很容易陷入下面的各种成长陷阱。

估值过高 最常见的成长陷阱是估值过高——高估值的背后是高预期。对未来预期过高是人之本性，然而期望越高，失望越大。统计表明，高估值股票业绩不达预期的比例远高于低估值股票。一旦成长预期不能实现，估值和盈利预期的双杀往往十分惨烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术路径踏空 成长股经常处于新兴行业中，而这些行业（例如太阳能、汽车电池、手机支付等）常有不同技术路径之争。即使是业内专家，也很难事前预见哪一种标准会最终胜出。这种技术路径之争往往是你死我活、赢家通吃的，一旦落败，之前的投入也许就全打了水漂，这是最残酷的成长陷阱。

无利润增长 上一轮互联网泡沫中，无利润增长大行其道，以烧钱、送钱为手段来赚眼球。如果是客户黏度和转换成本高的行业（例如 C2C、QQ），在发展初期通过牺牲利润实现赢家通吃，则为高明战略；如果是客户黏度和转换成本低的行业（例如 B2C 电商），让利带来的无利润增长往往不可持续。

成长性破产 即使是有利可图的业务，快速扩张时在固定资产、人员、存货、广告等多方面也需要大量现金投入，因此现金流往往为负。增长得越快，现金流的窟窿就越大，极端情况导致资金链断裂，引发成长性破产，例如拿地过多的地产商和开店过快的直营连锁（特别是未上市的）。

盲目多元化 有些成长股为了达到资本市场预期的高增长率，什么赚钱做什么，随意进入新领域、陷入盲目多元化的陷阱，因此成长投资要警惕主业不清晰、为了短期业绩偏离长期目标的公司。当然，互补多元化（例如长江实业、和记黄埔）和相关多元化（横向完善产品线和纵向整合产业链）的公司另当别论。

树大招风 要区别两种行业，一种是有门槛、有先发优势的，成功引发更大的成功；另一种是没门槛、后浪总把前浪打死在沙滩上的，成功招致更多的竞争。在后一种行业中，成长企业失败的原因往往就是太成功了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

树大招风，招来太多竞争，蜂拥而至的新进入者使创新者刚开始享受成功就必须面对无尽跟风和山寨。例如团购，由于门槛低，稍有一两家成功，一年内中国就有 3 000 家团购网站出现，谁也赚不到钱。即使是有门槛的行业，一旦动了行业老大的奶酪引来反击，一样死无葬身之地，例如网景浏览器（Netscape）的巨大成功引来微软的反击，最后下场凄凉。

新产品风险　成长股要成长，就必须不断推陈出新，然而新产品的投入成本是巨大的，相应的风险是巨大的，收益却是不确定的。强大如可口可乐，也在推新品上栽过大跟头。稳健的消费股尚且如此，科技股和医药股在新产品上吃的苦头更是不胜枚举。科技股的悲哀是费了九牛二虎之力开发出来的新产品常常不被市场认可，医药股的悲哀则是新药的开发周期无比漫长、投入巨大而最后的成败即使是业内专家也难以事前预知。

寄生式增长　有些小企业的快速增长靠的是“傍大款”，例如有的是为苹果间接提供零部件，有的是为中国移动提供服务，在 2010 年的“中小盘结构性行情”中鸡犬升天，又在 2011 年跌回原形。其实，寄生式增长往往不具持续性，因为其命脉掌握在“大款”手中，企业自身缺乏核心竞争力和议价权。有些核心零部件生产商在自己的领域内达到寡头垄断地位，让下游非买不可，提高自己产品的转换成本让下游难以替换，或者成为终端产品的“卖点”（如英特尔），那些事实上已经具备核心竞争力和议价权、成为“大款”的另当别论。

强弩之末　许多所谓的成长股其实已经过了成长的黄金时期，却依然享有高估值，因为人们往往犯了过度外推的错误，误以为过去的高成长在未来仍可持续。因此，买成长股时，对行业成长空间把握不当、对渗透率和饱和率跟踪不紧就容易陷入成长陷阱而支付过高估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计造假 价值股也有这个陷阱，但是成长股中这个问题更普遍。一个是市场期望50%增长的成长股，另一个是市场期望10%增长的价值股，哪个更难做到？做不到时，为避免戴维斯双杀，50倍市盈率的成长股和10倍市盈率的价值股，哪一个更有动力去“动用一切手段”来达到市场的预期？

各类价值陷阱的共性是利润的不可持续性，各类成长陷阱的共性是成长的不可持续性。成长是个好东西，好东西人人想要，想要的人太多了，就把价格抬高了，而人性又总把未来想象得太美，预期太高，再好的东西被过度拔高后也容易失望，失望之后就变成陷阱了。成长本身并不是陷阱，但人性的弱点中对未来成长习惯性地过高预期和过高估值却是不折不扣的陷阱。

投资微论

成长的持续性 管子说：“不为不可成，不求不可得，不处不可久，不行不可复。”投资者总是过于关注成长的暴发性而忽视成长的可持续性。其实暴发性成长本质上具有不可预知性和不可重复性，就像彩票一样，总有人中，但一定不是你。投资，宁要有门槛的低增长，不要没门槛的高增长，因为前者可持续，而后者难维系。

估值 常有人说，便宜没好货，好货不便宜，便宜的好公司难找。其实，你只要看看那些在品牌、渠道上占尽优势的龙头白马股的低估值，再看看那些主业毫无竞争力的概念股的高估值就会发现，A股中股票估值的高低与公司品质的好坏关系不大，确实有许多便宜的好货和昂贵的赝品并存。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

08

真假风险与安全边际

股市如围城，城内的人在往外逃，城外的人在往里冲。有人辞官归故里，有人漏夜赶科场。过两年回头看，就会明白那句老话：股市永远是有钱的人获得更多经验，有经验的人获得更多钱的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#品牌vs渠道#

我近日在研究某消费品股票时，比较了两个公司，一家在品牌上有优势，另一家在渠道上有优势（三四线城市布点多）。在互联网时代，品牌的优势比渠道的优势更重要。因为随着网购的物流配送体系的完善，渠道的优势会渐渐被淡化；而随着媒体受众的碎片化，塑造一个品牌的成本已大幅上升。

#看历届标王有感#

砸钱只能砸出知名度，砸不出美誉度。品牌的形成需要时间积累，所谓三代出一贵族。广告越来越贵，但效果越来越差。新塑品牌越来越难，所以既有品牌越来越值钱。消费电子产品技术变化快，广告砸钱性价比差，砸了一堆钱后刚有知名度，产品更新换代了，又得重新砸钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真假风险

人们常说高风险高回报，低风险低回报。其实，风险和回报常常不成正比。投资不可能不承担风险，成功的投资就是要承担那些已经暴露的、大家都感受到的、有相应风险折价但是真实危险性却很小的“假”风险。

1. 感受到的风险和真实的风险

风险有两种，一种是感受到的风险，另一种是真实的风险。股票暴涨后，真实的风险上升，感受到的风险却在下降，在 6 000 点股市最危险的时候大家感受到的都是歌舞升平；股票暴跌后，真实的风险下降，感受到的风险上升，在 2 000 点股市相对低谷时人们感受到的却都是凄风苦雨。

乘飞机与乘汽车相比，相同的距离乘汽车的死亡率是乘飞机的 60 多倍，但是有飞行恐惧症的人很多而害怕乘汽车的人却很少。乘飞机感受到的风险大，但是真实风险小（出事的概率只有 600 万分之一），所以卖航空保险是一门很好的生意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 暴露的风险和隐藏的风险

从另一个角度看，风险可以分为暴露的风险和隐藏的风险。我们要承担暴露的风险，因为人们已经对其避之唯恐不及，危险性已经反映在价格里了，承担这样的风险会有相应的高回报。此外，我们还要避开隐藏的风险，因为人们还没有意识到它的存在，承担这样的风险没有相应回报。

“9·11”事件发生后人们都不敢坐飞机了，其实2001年9月12日与2001年9月10日相比，暴露的风险大了但是隐藏的风险小了——之后的10年是美国航空史上最安全的10年。“9·11”之后数月，许多人以驾车代替乘飞机，高速公路车祸中的死亡人数比往年增加了1 500人。

能否区分真假风险往往也体现了一家机构的文化和水平。1987年10月，美国股市一天狂泻23%，高盛的风险套利部门损失惨重，罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）微笑着对团队说：“公司对你们充满信心，如果你们想加仓的话，就去做吧。”形成鲜明对比的是，其竞争对手所罗门美邦（Salomon Smith Barney）在黑色星期一之后解雇了套利部门的所有员工。

其实，黑色星期一之后暴露的风险很大，但是隐藏的风险不大；感受到的风险很大，但是真实的风险不大。能区分并利用这两种风险的不同，是成功投资的必要条件。

3. 价格波动的风险和本金永久性丧失的风险

再换个角度看，风险还可分为价格波动的风险和本金永久性丧失的风险。当市场在5 000多点时，股价“天天向上”，风平浪静，价格波动的风险貌似不大，但本金永久性丧失的风险却十分巨大；当市场在2 000点时，股价“跌跌不休”，波涛汹涌，价格波动的风险好像很大，但本金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

永久性丧失的风险却已急剧缩小。美国的VIX指数衡量的就是市场的波动性，每次市场触底伴随着的都是VIX的高点，也就是市场波动性最大的时候。为什么人们常常会在底部斩仓呢？这是因为市场底部往往也是市场波动最剧烈的时候，大多数投资者承担股价波动风险的能力是很弱的，并且常常在市场底部把波动性风险混同为本金永久性丧失的风险。

有个故事说一个失恋的人找到一个老和尚，他说师父啊，这件事情我怎么都放不下，老和尚就让他拿着一只茶杯，给他倒热水，水满了烫到他的手，他就把杯子放了下来，老和尚说，这件事情就跟这杯茶是一样的，痛了就放下了。很多人做股票也是一样的，涨了，爽了，就满仓；跌了，痛了，就清仓。低点低仓位、高点高仓位就是这么来的。其实，对于逆向投资者来说，最痛的时候，往往是最不该放手的时候。正如索罗斯所说，如果你承受不了失败的痛苦，就不要入市，因为没有人能够百战百胜。

然而，对于管理他人资产的职业投资者来说，市场波动的风险却是实实在在的风险，并且在客户赎回或者风控强制止损时，就会转化为本金永久性丧失的风险。所以，对于每一个基金经理来说，成功的前提是管理适合其投资风格的产品以及找到适合其投资风格的客户群。

投资微论

两种风险 一是股价短期波动的风险，二是本金永久性丧失的风险。股价下跌的过程中，第一种风险在加大，第二种风险在减小。很多人只看到第一种风险，于是追涨杀跌，往往在最低点把股票清仓，其实第二种风险才是真正的风险。低估值的好公司，即使短期波动在所难免，本金永久性丧失的风险也很小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全边际

管理投资风险的一个重要方法，就是寻找有安全边际的公司。有安全边际的公司通常具有以下几个特点。

1. 东方不亮西方亮，给点阳光就灿烂

有个段子说做豆腐最安全：做硬了是豆腐干，做稀了是豆腐脑，做薄了是豆腐皮，做没了是豆浆，放臭了是臭豆腐。未来的多种情景中，只要一种实现就能赚钱，东方不亮西方亮，这就是安全边际。对未来要求太高的股票是没有安全边际的，正如《美国士兵守则》所说，必须组合使用的武器一般都不会被一起运来。2010 年买工程机械时，我心里想着：机械替代人工、保障房、城镇化、产业升级、产业转移、产能扩张、中西部大开发、进口替代、国际化、走出去战略，哪一条能实现对工程机械都是利好，这就是东方不亮西方亮的安全边际。

2. 估值低到足以反应大多数可能的坏情况

低估值是安全边际的重要来源。未来总是不确定的，希望越高，失望越大。低估值本身反应的就是对未来的低预期。只要估值低到足以反应大多数可能的坏情况，未来低于预期的可能性就很小了。很多人说，高风险高回报，低风险低回报。其实，低估值带来的安全边际是获得低风险高回报的最佳路径。价值 1 块钱的公司，5 毛钱买入，即使后来发现主观上对公司的估值出了 30% 偏差，或者客观上公司出了意外导致价值受损 30%，两种情况下该公司仍值 7 毛钱，投资者仍不吃亏，这就是低估值带来的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 有“冗余设计”，有“备用系统”来限制下跌空间

安全边际好比工程施工中的冗余设计，平日看似冗余，灾难时才发现不可或缺，例如核电站仅有备用发电系统是不够的，最好还能有备用的备用。现实生活中百年一遇的灾害可能十年发生一次，股市更是如此。铤而走险虽然能在许多时候增加收益，但是某天你会发现“出来混，迟早是要还的”。零乘以任何数都是零，所以特别要警惕毁灭性风险。垃圾股如果没有更大的傻瓜接下“接力棒”，股价是没有“备用系统”支撑的。博傻游戏玩久了，骗子越来越多，傻瓜就不够用了，还不如在低估值和基本面的双重保险中寻找安全边际。

4. 价值易估，不具反身性，可越跌越买

有安全边际的公司通常业务简单，价值易估，不具有反身性。索罗斯所说的反身性是指股价下跌本身对公司基本面有负面作用，易形成自我强化的恶性循环。例如贝尔斯登股价跳水会导致交易对手“挤兑”，有反身性，故不能越跌越买；可口可乐股价跳水丝毫不影响它卖饮料，无反身性，故可越跌越买。

投资微论

鼻莫如大，目莫如小 韩非子说，雕刻的原则是鼻子不如先做大一些，眼睛不如先做小一些，因为“鼻大可小，小不可大也；目小可大，大不可小也”。凡事要留有余地，做投资也一样，因为市场总是天有不测风云。没有足够安全边际时，别抱侥幸心理孤注一掷。没有把握时，不妨均衡配置，先处不败，而后求胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止损

保罗·琼斯（Paul Jones）是我最尊敬的对冲基金经理之一，他的座右铭是“失败者才在亏损股上越跌越买、摊低成本”。对于趋势投资者而言，止损不止赢是短线交易的第一法则，自不必多说。那么，对于价值投资者而言，应该如何对待亏损股呢？止损，死扛，还是越跌越买？

要回答这个问题，我们先回顾一下卖股票的三个理由：基本面恶化；价格达到目标价；有更好的其他投资。换句话说，价值投资买的就是便宜的好公司，所以卖出的原因就是：公司没有想象的好；不再便宜；还有其他更好更便宜的公司。这三个理由均与是否亏损无关。

许多人潜意识中把买入成本当作决策依据之一，产生了常见的两种极端行为：一种是成本线上，一有风吹草动就锁定收益；成本线下，打死也不卖。另一种是成本线上无比激进，因为赚来的钱赔了不心疼；成本线下无比保守，因为本钱亏一分也肉痛。这两种极端都是人性中的“心理账户”在作祟。

忘掉你的成本，是成功投资的第一步。全市场除了你之外，没有人知道或关心你的买入成本，因此你的成本高低、是否亏损对股票的未来走势没有丝毫影响。保罗·琼斯在判断哪些股票是失败者的时候，并不是从自己的成本，而是股价的近期高点起算的——那才是人人都看得见的参照点。

忘掉成本，也就不存在亏损股和盈利股的区别，也就不会总希望在哪里跌倒就从哪里爬起来。许多人在某只股票上亏了钱，总想从这只股票上赚回来，结果是在哪里跌倒就在哪里趴着，反而错过了很多其他机会。投资就是个不断比较不同股票的过程，与成本无关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市末期，价格显著低于价值，常常吸引价值投资者买在底部的左侧，这时候止损就容易倒在黎明前的黑暗里。然而，不止损就有潜在的毁灭性风险的问题，不可不慎。所以，不止损是有很严格的前提条件的：必须避开各种价值陷阱；所买的股票有足够安全边际；所承担的只是价格波动的风险而非本金永久性丧失的风险。上一章和本章其实就是试图回答这样一个问题：什么条件下可以死扛，什么条件下必须止损。对投资者而言，这是个生死攸关的问题。比尔·米勒（Bill Miller）在辉煌了15年之后晚节不保，在第16年把前15年的超额收益悉数退还给市场的前车之鉴，值得每个投资者深思。

投资微论

收缩战线 市场调整时，我习惯的应对方法是花更多时间把组合里的个股梳理一遍，多读几篇报告，多想几个问题，多和研究员讨论，多和管理层沟通，然后减少持股个数，把筹码集中到那些核心优势最强、估值最低、自己研究最透、敢越跌越买的10~15只股票中。拳头缩回来是为了更好地打出去。

食品安全的资产组合理论 我们公司的食品饮料研究员从业多年，曾是新财富最佳分析师前三名。关于食品安全，他有一个简单易行的对策："什么都吃，什么都不多吃。"此举可以保证任何食品的安全出问题时都不至于受到太大伤害。这有点像资产组合对个股风险的分散，因此我戏称其为"食品安全的资产组合理论"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

09 价值投资的局限性

格雷厄姆投资时特别强调低估值，有人批评这种做法是“捡烟屁股”，不过考虑到他所处的大萧条时代就不难理解这一选择。当大多数人买不起面包时，品牌、成长性、定价权只能是空话。当时很多股票的市值低于其流动资产减去负债，这种背景下强调买绝对便宜的股票是正理。每个成功者的投资理念都带有一定的时代烙印。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#骑马找马#

去年白马股受冷遇，黑马股受追捧，二者的估值差已近十年高点。其实，白马股在品牌、渠道、成本和管理等方面的竞争力远优于黑马股。放着低价白马股不买，偏买高价黑马股，梦想黑马能成长为下一个白马，这岂不是骑驴找驴，骑马找马？

#一月风向标#

在A股过去的21年中，有17年里股市全年走势与一月份的走势在涨跌方向上是一致的，准确率高达81%，胜过所有的策略分析师和经济学家。无独有偶，美国过去60年中，“一月晴雨表”的正确率也是80%，所以华尔街有个谚语叫“一月定全年”。中国股市自成立以来，有11年的1月份是上涨的，其中，有9年出现了全年股市上涨，例如2006、2007和2009年的1月份都是上涨的。相对照的是，在1月份下跌的10年中，有8年全年股市下跌，例如2008、2010和2011年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

09
价值投资的局限性

很多人认为价值投资是放之四海而皆准的投资方法，应该在任何情况下都无条件地坚持。**事实上，价值投资有其特定的适用范围和条件，清楚地认识到价值投资的局限性是成功投资的必经之道。**

简单地说，价值投资就是当股票价格低于公司内在价值时买入，当股票价格高于内在价值时卖出。**因此，价值投资的第一个基本条件：所买的公司的内在价值应该是相对容易确定的。**为什么巴菲特只买商业模式简单并且跟人们日常生活息息相关的公司？道理很简单，这些公司的未来盈利增长非常稳定，因而其内在价值很容易被确定。

巴菲特最成功的投资大多在日常消费品领域，例如可口可乐、宝洁、吉列刀片和绿箭口香糖。如果把这些公司的历史盈利状况以图表示，几乎就是一条斜向上的直线。相反，有很多行业，其未来的现金流几乎可以说是不可预测的，因此很难对公司的内在价值进行有意义的估测。这种情况下，趋势投资往往更为合适。例如，在有色行业中，矿山的储量也许可以估计，但是这些储量未来几十年什么时候能挖出、挖出后以什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么价格售出，几乎是不可预测的，因此市场上有色股的走势常常是顺着其对应的金属价格的趋势而动，与其内在价值关联不大。

大多数的外汇交易员也都是趋势投资者，因为界定一种货币的内在价值几乎是不可能的事。值得一提的是，在多数新兴行业和新兴市场国家，股票的价格很大程度上体现的是未来的增长，因此很难界定其内在价值，一个极端的例子是十年前的互联网行业。纵观今天的A股，很多行业、公司存在同样的问题，因此奉行价值投资不宜生搬硬套。

价值投资的第二个基本条件：所投资的公司的内在价值应该相对独立于股票价格。看看巴菲特投资的可口可乐、宝洁等公司，这些公司不论股票价格怎么跌，都不会影响到公司业务的正常开展。相反，有些公司一旦股价跳水，直接影响到公司业务的开展，例如贝尔斯登和雷曼，一旦股价跌幅超过一定程度，大批的对冲基金停止与其交易，并提出提款要求（实际上就是挤兑）。这种情况下，公司的内在价值可以在一夜之间蒸发殆尽，再坚持越跌越买是非常危险的。

索罗斯一再强调的反身性本质上就是价格对价值的这种反作用力。在一定条件下，这种反身性会自我加强，导致恶性循环，因而股价的表现会大大出乎价值投资者的意料。很多美国的杰出价值投资者在2008年血本无归，就是没有认识到反身性的力量。A股中也有一些公司的内在价值依赖股票价格，最典型的德隆系靠高价格的股票获取抵押贷款来进行外延式扩张，一旦股价崩盘，公司就灰飞烟灭。

价值投资的第三个基本条件：要在合适的市场阶段采用。牛市的上半段往往更适合价值投资者。牛市刚开始时，悲观情绪弥漫，许多股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格被严重低估，此时正是价值投资者大展拳脚的好时机。到了牛市下半场，估值从合理水平向高估迈进，铁杆的价值投资者往往对股市的泡沫充满警惕而提前清仓出场，反而是趋势投资者更能顺势而为，游刃有余。

和大多数新兴市场一样，中国股市历来都是涨的时候超涨，跌的时候超跌。牛市中期以后，股价一般已经高于公司的内在价值，但这并不意味着股市会见顶。严格地遵循价值投资，往往容易错过牛市下半场。熊市中场也是价值投资的陷阱，价值投资者容易抄底抄在半山腰，花旗银行的股价从 60 美元跌至 1 美元的过程中就套牢了一大批试图抄底的价值投资者。

价值投资的第四个基本条件：选取合适的投资期限。价值投资实现收益的前提条件是股票价格会向其内在价值靠拢。在现实生活中，价格偏离价值是常态，价格回归到价值往往需要漫长的等待。因此，价值投资一般更适合长线投资。如果能像巴菲特那样投资期限是 10 年以上，也就不用担心第三个条件中提到的市场阶段问题了，因为 10 年足以跨越牛熊市场周期。相比之下，趋势投资更适合中短线投资者。A 股市场中许多投资者理念上对价值投资倍加推崇，操作中却常常快买快卖做波段。这样的投资者不如全心全意去研究趋势投资，追涨杀跌，更有可能获得超额收益。

讲价值投资的局限性，并不是贬低价值投资，相反，过去十年我一直都是价值投资的铁杆实践者，也正是在实践价值投资的摸爬滚打中，才认识到因地制宜、因时而异的重要性。对于任何一种投资方法，只有认识了其局限性，才能提高应用的有效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

三种投资风格 价值投资和成长投资的区别在于：价值投资者认为未来充满不确定性，因此公司的价值应该主要来自现有的资产、利润和现金流；成长投资者认为买股票就是买未来，因此成长性是企业价值的主要来源。两者都兼顾一点的中间派是GARP（Growth at Reasonable Price，合理估值的成长投资）。

价值投资的两种定义 第一种定义是相对于投机而言，强调价格低于价值，其实就是投资。巴菲特说“所有的投资都应该是价值投资”就是此意。另一种是相对于成长投资而言，强调买的公司须有资产、利润和现金流，而不仅仅是未来成长的可能性来支撑其价值。海外机构用的大多是第二种定义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往事如烟

1. 泡沫

我入行的那年正赶上互联网泡沫，那是有史以来价值投资最受质疑的一年。纳斯达克从 2 500 涨到 5 000 点，巴菲特的伯克希尔股价却跌了 50%，媒体上充满对巴菲特“廉颇老矣，尚能饭否”的讨论，他的年会也不像现在这样门庭若市。那一年公司的业绩排名自然很不理想。那年呼风唤雨点石成金的网络先锋，泡沫破灭后大都成了先烈。如果更多的人记得那段历史，也许就不会有这么多 100 倍估值的小股票了。

2. 好汉不赢头盘棋

入行第一年就遇上公司业绩落后，对一个职业投资人而言其实是件好事：可以学会如何在逆境中坚持自己的投资理念，学会在压力下保持头脑的冷静，学会在谷底要有仰望星空的勇气。就好比赌徒，职业生涯一开始就赢钱的一般难成大器，先输钱的反而能在本钱不大时获得宝贵经验。

3. 淡定是怎样炼成的

我的第一任老板、公司首席投资官对我的投资理念的形成有巨大的影响。在泡沫顶峰，大家都在说“这次不同了”，他却坚定地说“这也会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去”。他经常鼓励我看旧书、旧报告、旧杂志。历史读多了，对许多事情就见怪不怪了。

4. 楷模

不仅在投资上，在做人上我的第一任老板也堪称楷模。他不到50岁就退休了，把公司股份低价转给包括我在内的其他合伙人，然后义务为一家慈善机构打理资产。尽管事业有成，他为人却一贯低调。他的住处树木茂密，每年秋天落叶无数，他都坚持自己清扫、打包。他还记得大楼里每个清洁工的名字。

5. 芒格的标准

芒格对年轻人择业有三个建议：别兜售你不相信的东西，别为你不敬佩的人工作，别和你不喜欢的人共事。生活所迫时，要满足这三个条件简直是奢侈。但是第二条，找一个你敬佩的老板，却是在任何时候都应该尽量坚持的。

6. 先天还是后天

投资能力是天生的还是后天培养的？多数人倾向于后者，但我的老板认为，你要么有投资能力，要么没有，这是没法后天学习的，就像篮球教练们常说“身高是无法后天训练出来的”一样。话虽如此，他长期积累的许多投资经验其实是可学的，特别是在宏观分析和板块轮动方面。

7. 宏观

许多精选个股的人对宏观分析嗤之以鼻。其实，宏观分析和投资策略对大资金而言是极其重要的。所谓经济周期，就是周而复始的；周而复始的东西就有规律可循，有规律可循的东西就可学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 逻辑

初学投资策略时我写了篇颇为自得的报告，屁颠屁颠跑去交给了老板，他的第一句评价是："逻辑性很强。"我赶紧做谦虚状："过奖过奖。"他笑着说："别误会，这不是夸奖，是指出你的不足。逻辑性强的策略报告一般没用，因为市场经常不讲逻辑。"在经历了市场的几次大起大落之后，我回想起这句话，言犹在耳。老板并不是说策略报告不需要逻辑，而是说成功的策略需要对市场短期的反逻辑性的非理性行为有充分的考量。

9. 价值投资者

投资方式与个人性格息息相关，价值投资者买任何东西都讲究物有所值、价格低于内在价值，因此在生活中往往节俭而朴素，像巴菲特那样"小气"——我以前的许多合伙人就是如此。在美国时，圈内人如果笑着说某个人"是个真正的价值投资者"，意思其实是他很节俭。

10. 口音

合伙人们生活节俭，但对员工培训不惜血本，常送我去参加各种天价培训班，还专门聘请了一位大学英语老师给我做了几个月的一对一英语发音矫正。可惜烂泥扶不上墙，我说的英语至今仍有浓重的中国特色（确切地说，是闽南腔）。好在他们对 Chinglish 的理解力提高很快，沟通才顺畅了。

11. 会计造假

各国会计准则不同，但会计造假的手法却大同小异，留下的蛛丝马迹也惊人相似——这是我后来管理环球对冲基金时的体会。当年老板让我仔细钻研法务会计学，找出会计欺诈的常见信号，并把一批涉嫌造假的公司"打入冷宫"。两年后（2002 年）我不得不感叹他的先见之明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. 会计丑闻

某知名财经杂志有点悲剧，它在泡沫破灭前评出的三个年度最佳首席财务官分别来自安然、世通（WorldCom）和 Global Crossing，后来这三家公司都被发现是彻头彻尾的会计欺诈。丑闻大面积爆发，到处都是裸泳的人。多亏老板的前瞻性，我们的组合安然无恙。

13. 师出同门

某世界级 CEO 在中国是家喻户晓的偶像，他写的自传至今被奉为管理学宝典（你如果上过国内商学院，就一定读过他的书）。但是在一个法务会计的培训班上，我的同事却发现同学中有许多该公司的财务经理。看来，侦察与反侦察的人是同一个老师教出来的。

14. 稳定增长是如何炼成的

既卖矛又卖盾的老师，你不得不佩服：一半的学员在学如何发现会计造假，另一半的学员在学如何平滑利润不被发现。当然，适度地平滑利润也不是什么大事，该公司至今仍是众人偶像，只是我知道这件事后对其的敬意就大不如前了。

15. 山外有山

在华尔街找工作有时是件很伤自尊的事，不论到哪儿都是高手如林。记得在曼哈顿的一家对冲基金面试时，面试官问我得过什么竞赛方面的奖，我说中学时物理竞赛和计算机程序设计竞赛都得过福建省第一名，还补了一句说福建省有 3 000 万人。面试官笑了，隔着玻璃墙指着大厅里的那些分析师和交易员说，这两个是国际物理金牌，那两个是国际数学金牌，这里不是大学招生办，我们不关心省级比赛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16. 初生牛犊不怕虎

记得还有一次，面试的最后一个问题是，"你为什么选择投资作为职业？"我操着极其蹩脚的英语说，"因为我热爱，而且我擅长"。老板皱了皱眉头说，你也太过于自信了。然后他录取了我。事后，老板对我说，在你这年龄，说"擅长投资"，那是不知天高地厚，不过我看得出你说"热爱投资"时是发自内心的。15年之后的今天，如果再有人问我同样的问题，我也许会有同样的回答——"因为我热爱，而且我擅长"，但我会补充说，只有前半句我没有吹牛。

17. "刚刚好"的基金经理

曾有个合伙人，他管理的基金中的基金在挑选对冲基金时，喜欢个人身家"刚刚好"的基金经理：身家不够的说明混得不好，水平不够；身家太高的已经有了绝对财务自由，干活往往就不够投入了（除非是那些真心热爱投资的人，标准是看他有了钱之后是否开始注重个人享受）。

18. 最好的投资机会

以前的一个合伙人曾说，最好的投资机会往往是不需要动脑筋的，就像一大块金子躺在路中央等你去捡那么简单。我问，那其他人为什么不捡呢？他说，最好的投资机会出现时，大家都认为那是陷阱，都绕着走。我问，难道没人看得出那是金子吗？他答：有啊，不过最先看出是金子的那几个人都掉陷阱里了。

19. 长寿的秘诀

有次和美国一位前辈对冲基金经理吃饭，90岁高龄仍每天工作12小时的他拄着拐杖，在停车场很从容地弯腰捡起了一分钱的硬币。他长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寿的秘诀之一是为他的私人医生们理财，而这些医生们自然会尽力地保证摇钱树的健康。

几句废话

1. 股市的历史就是政策与经济博弈的历史。经济好时股市不一定好，经济差时股市不一定差，因为看得见的手经常干预看不见的手。

2. 政策与经济的博弈，历史经验看，最终胜出的一般是政策，因为政策的特点是不达目标就逐步加码，直到达成目标为止。所以说 A 股是政策市，不是经济市，因为看得见的手经常打败看不见的手。

3. 欧债问题与 A 股的中期走势关系不大。即使发生最坏的情况，短期恐慌之后，其对中期宏观政策放松的促进作用完全足以抵消其对中国经济的负面作用。

4. 目前中国的各项经济指标，包括工业增加值、用电量、M1、社会零售额增速、地产新开工、政府基建投资等，都已达到或差于 2008 年年底的水平。但是，对政策影响最大的两个经济指标：就业和通胀，都还未到适合政策大幅放松的地步。

5. 向前看，CPI 将在近期回落到 3% 以下，打开政策放松的空间。中国经济和社会就像自行车，保持平衡的前提是保持速度，特别是换届之年“稳”字当头，不会等到就业低迷才出手，因此，政策放松加码只是时间问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 政策底领先于市场底，市场底领先于经济底。因此，在经济差成为共识时，与其担心经济，不如关注政策。

7.2008 年年底的政策导向是“出手要快，出拳要重”，2011 年年底以来的政策导向是“预调微调”，力度不可同日而语，所以股市表现也大相径庭。

8. 由于各方对上一轮 4 万亿刺激“用药过猛”颇多批评，这一次的危险在于“用药过轻、用药过迟”。这是股市中期最大的风险点。

9. 目前的瓶颈是资金来源不是项目，因此最关键的指标还是信贷增速。股市见底回升的速度和力度，取决于货币政策放松的速度和力度。

10. 到目前为止，货币政策放松的速度和力度差强人意，所以股市的回升过程也是跌跌撞撞、反反复复。尽管中长期前景看好，期间也会有恐慌时刻，那就是最后的补票机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第四部分
投资策略

我的老师是历史。我觉得没有什么新鲜事在发生，所有发生了的或者将要发生的，已经在过去发生过了。

谢清海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10 四种周期、三种杠杆，行业轮动时机的把握

对有色股谈价值投资无异于对牛弹琴，唯一重要的就是趋势，包括大宗商品的趋势和有色股价的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#未来中国的行业趋势#

中国在可预见的未来不太可能出现下一个辉瑞、下一个沃尔玛，但出现下一个卡特彼勒、下一个三星还是有希望的。从国际分工看，每个国家都有自己的比较优势，这是国际贸易带来的必然结果，而且一个国家的长期牛股与其比较优势是一致的，如巴菲特在美国买消费和金融，这是美国的优势行业，但巴菲特在亚洲买的则是浦项钢铁、中石油、比亚迪这些在亚洲具比较优势的行业和公司。

#有品牌优势的消费股#

我更看好有品牌优势的消费股，这与如今媒体碎片化的现状有关。10 年前有一半的人都在看中央电视台，那时广告的效果就好，现在大家看手机、玩微博、打游戏，分散的受众决定了重塑一个品牌的难度更大，成本也更高，所以品牌的护城河作用也就更不易被替代。

#国家的比较优势#

一个错误的逻辑是，因为美国的医药股占其总市值的 13% 以上，因此中国未来也要如此。为什么意大利的医药股只占总市值的 1% 不到，却涌现了阿玛尼、PRADA 等奢侈品牌？难道意大利没有老龄化吗？这只是因为不同国家的比较优势不同罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10

四种周期、三种杠杆，行业轮动时机的把握

对于大资金来说，行业配置对总体投资收益的影响常常比精选个股更为重要。一个好的荐股逻辑包括三点：**估值**，这只股票为什么便宜（估值水平与同业比、与历史比；市值大小与未来成长空间比）；**品质**，这家公司为什么好（定价权、成长性、门槛、行业竞争格局等）；**时机**，为什么要现在买（盈利超预期、高管增持、跌不动了、基本面拐点、新订单等催化剂）。同样的道理，行业配置的逻辑框架也不外乎估值、品质和时机这三个要素。

估值是最容易的部分，哪个行业便宜、哪个行业贵，一目了然，只是大家都把便宜的行业当作夕阳行业而不愿意买罢了。

行业的品质则稍难把握，简单地说就是好行业赚钱不辛苦、坏行业辛苦不赚钱，复杂点说也无非是行业门槛、行业集中度、行业对上下游的定价权等老生常谈的东西。

本章的重点是第三个要素：行业轮动的时机。在三要素中，时机是最难掌握的，往往需要投资者对经济周期和市场周期进行前瞻性判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我15年前进入基金业的第一份工作是定量分析师和策略分析师，之后数年分析了多个国家的多个经济周期和股市熊牛替换的大量数据，也做了一些关于行业轮动时机选择的粗浅思考，总结出一些自以为有点规律性的东西，概括为“四种周期、三种杠杆”。2009年3月，我刚加入南方基金不久，曾在内部季度策略会上给同事们就此话题做过一次介绍，以下是节选的部分内容。

（一）四种周期

1. 政策周期
2. 市场周期（估值周期）
3. 经济周期
4. 盈利周期

在市场的不同阶段，这四种周期的演变速度和先后次序是不同的。熊末牛初，股市见底时这四种周期见底的先后次序是：

- 政策周期领先于市场周期。在货币政策和财政政策放松后，市场往往在资金面和政策面的推动下进行重新估值。
- 市场周期领先于经济周期。美国历史上几乎每次经济衰退，股市都先于经济走出谷底（2001年的衰退除外）。
- 经济周期领先于盈利周期，换句话说，宏观基本面领先于微观基本面。过去70年中，美国的经济衰退从未长于16个月，但是盈利下降经常持续2~3年甚至更长。
- 熊末牛初，判断市场走势，资金面和政策面是领先指标，基本面是滞后指标。熊市见底时，微观基本面往往很不理想，不能以此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为低仓的依据。如果一定要等到基本面改善才加仓，往往已经晚了。

（二）三种杠杆

1. 财务杠杆：对利率的弹性
2. 运营杠杆：对经济的弹性
3. 估值杠杆：对剩余流动性的弹性

- 第一阶段，熊市见底时，经济仍然低迷，但是货币政策宽松，利率不断降低，常常是财务杠杆高的企业先见底。此时，某些高负债的竞争对手已经或者正在出局（破产或者被收购），剩余的企业的市场份额和定价权都得到提高。
- 第二阶段，经济开始复苏，利率稳定于低位，此时的板块轮动常常是运营杠杆高的行业领涨，因为这类企业只需销售收入的小幅反弹就能带来利润的大幅提升，基本面的改善比较显著。
- 第三阶段，经济繁荣，利润快速增长，但是股票价格涨幅更大，估值扩张替代基本面改善成为推动股价的主动力，此时估值杠杆高，有想象空间的股票往往能够领涨。
- 第四阶段，熊牛替换时，不要太在意盈利增长的确定性，而应该关注股票对各种正在改善的外部因素的弹性。所谓的改善，并不一定是指正增长，也可以是下降的速度放慢，或者下降的速度好于预期。

（三）周期分析

牛市和熊市是四个周期和三个杠杆的博弈与互动。

- 有周期性就表明有可预测性。只有认识了四种周期的先后顺序和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相互间的作用，才能在牛熊更替中作出有前瞻性和预见性的判断。

- 有杠杆，股价的波动幅度就常常会出人意料的剧烈，投资者往往因忽视了杠杆的力量而低估了股价的波动幅度，在牛市初期认为股价的上涨超出了基本面的支持。只有认识了杠杆的力量，才能认识到股价的波动和基本面的波动是不成正比的。
- 投资周期性股票，一定要在炮火声中买进，在烟花声中卖出。例如，消费者信心低迷时通常是买入可选消费品股票的好时机。
- 当股市经过大跌达到合理的估值水平之后，开始在资金面和政策面的推动下上涨，这时不应该过多地担忧基本面（这就是华尔街常说的翻越忧虑之墙）。熊市见底时，基本面总是很不理想，呈现出所谓的黎明前的黑暗。

几年后回头看，四种周期所对应的政策底（2008 年 8 月）、市场底（2008 年 11 月）、经济底（2009 年 3 月）和盈利底（2009 年 6 月）在上一轮的熊牛替换中得到了市场的依次验证。

这一轮的市场启动则有所不同。此次政策底在 2011 年 11 月 30 日首次“降准”时出现，之后 2012 年 1 月初的 2 132 点当时看似乎是市场底，但是距离政策底的时间太短、调整幅度太小，后来没能守住（当然，即使把 2 132 点当作市场底，能坚定持有到现在也不吃亏）。最后的市场底目前看是到 2012 年 12 月 5 日的 1 949 点才出现，与政策底相差了整整一年。究其原因，主要是这次政策放松的力度大大低于市场预期，而且后面没有持续的放松政策跟进。2012 年下半年的上海银行间拆放利率还是上升的，说明货币政策的放松在下半年基本停滞，在这样的货币政策环境下，市场底延后出现也就不足为奇了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管市场底的出现迟于往常，但是三种杠杆的轮动到目前为止似乎还是依次展开了。高财务杠杆的金融地产从2011年11月30日的“降准”之日起开始有较明显的相对收益。一些高运营杠杆的周期股（例如水泥、汽车等）也在2012年9月起领先市场3个月见底，之后大幅地跑赢了股指。随着经济见底复苏的迹象越来越明显，市场轮动明显加快。

必须指出的是，运营杠杆高的行业里许多是低盈利、高波动、没有定价权的烂行业。实际上，利润率低的行业的运营杠杆正是最高的，1%的净利润率回升到3%，就是3倍的利润增长，这种周期性的利润复苏往往是股价上涨的短期驱动力。在前文2009年3月的介绍节选中，得出的结论是推荐运营杠杆最高、弹性最大的板块——按当时的标准是钢铁和航运，这恐怕整个股市中最烂的行业了，高度产能过剩且没有产能退出机制，导致行业长期净利润率极低。之后的4个月内，航运和钢铁的一些龙头股票上涨超过了100%，但是如果没有及时卖出，长期持有难免血本无归。这种烂行业只能做波段，买对还得卖对，刀口舔血的活儿，只适合在经济有强复苏、股市有大行情的背景下进行。

然而，目前中国经济的内、外部条件与2009年时有着明显差异。简单地说，这一次经济复苏的力度可能明显小于2009年。当时有4万亿的项目和10万亿的贷款汹涌而出，还有美国正在展开的定量宽松，目前这两个条件都不具备。虽然有欧洲和日本的货币宽松，但是对美元计价的大宗商品的价格走势的影响大不如前，因此对许多资源导向的发展中国家的经济促进力也大不如前。另外，过去两年的经济下行，只有去库存没有去产能，同时中国成本优势的削弱大大降低了实体经济产能扩张的意愿，这些因素都限制了复苏的强度。在这样的小周期的背景下，强周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的行业还能有多大空间值得斟酌。

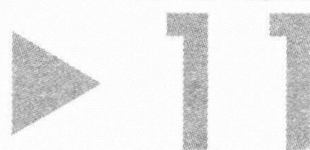
相比之下，金融地产仍是性价比最高的周期股。目前，金融地产在估值和品质方面明显占优，强周期行业在时机方面也许占优（如果你相信强复苏和大牛市的话），也许不占优（如果你认为是弱复苏和中级反弹的话）。权衡再三，金融地产的胜算似乎更高些，特别是市场化管理的股份制银行和不怕调控的龙头地产股，其中，一些“地产 +X”的公司可能更具估值修复和盈利改善的空间。如果是弱复苏，低估值、高定价权的金融地产明显更有安全边际；如果是像 2009 年那样的强复苏，其实当年金融地产的涨幅也并不弱于其他强周期股。

单纯的行业轮动的时机选择是个吃力不讨好的苦差事，能做对的总是少数，必须结合估值和品质综合考量。尽管本章主要探讨的是时机选择的工具，正确的做法其实应该是淡化时机选择（要素 3），把投资的立足点牢固地建立在便宜的好公司上（要素 1 和 2），因为只有估值和品质才是投资中能够把握的事，时机的选择更多只是尽人事，听天命罢了。

投资微论

价值投资者 VS 趋势投资者 价值投资者的悲剧常是买早了，下跌后没守住；趋势投资者的悲剧常是卖晚了，下跌后又舍不得斩仓。价值投资者一般是左侧投资者，既然悲剧常是买早了，那么建仓宜缓，不妨等负面消息出来股票也不跌时再买。趋势投资者是右侧投资者，既然悲剧常是卖晚了，那么斩仓就要狠，因为趋势一旦破了就难修复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未来10年：投资路在何方

在市场上求生存，有的人靠跑得快，有的人靠熬得住，两种人都能赚钱。最怕的是那些初跌时跑不快、深跌后又熬不住的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#买入时机#

最好的买入时机是卖家不得不在短期内快速清仓的时候。当许多卖家因为风控止损、产品清盘、客户赎回、基金经理撤换等原因而不顾价格地急抛时，往往能砸出股价的阶段性低点。只可惜，当许多人不得不急卖时，其他人往往也面临减仓的压力而不能买。事后回头看，觉得几乎不可理喻的低价其实就是这样产生的。

#保持独立性#

市场悲观情绪弥漫或者乐观情绪泛滥时，若要保持独立性，最好是不和别人讨论，不看盘，不读当期卖方报告，关起门来读本老书、翻些旧报告，心里重温一下那句老话：人类的智慧如果压缩成一句话，就是“这很快将会过去”。这样做有点阿Q，有点鸵鸟，但不会人云亦云。

#消息与股份#

一样的消息，由于市场环境和市场参与者情绪的不同，在股价中可以有截然不同的体现。弱市中，利好消息常被当作出货的机会；强市中，利空消息常被当作补仓的机会。当市场对坏消息不敏感、对好消息敏感时，表明市场的人气在恢复，也表明悲观预期已经充分反映在低估值中了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在和10年前比最大的不同是什么？最大的不同就是中国经济的竞争力正在迅速削弱。过去10年我们取得了越来越大的国际经济贸易的市场份额，靠的是什么？靠的是低成本，而这个成本优势在今后5~10年内很可能会被大幅度削弱甚至丧失。

成本上升的主要原因有五个：劳动力成本的上升；环保成本的上升；土地成本的上升；资源和能源成本的上升以及人民币汇率的上升。这些因素在过去5年、10年中不断地累积，在过去两三年中进一步加速。为什么近年来的宏观调控越来越频繁、越来越短期化？原因之一就是在成本升高后，几个调控目标之间越来越难以兼顾，一放松通胀就抬头，一收紧经济就不行，政策腾挪空间越来越小。

未来10年我们将要面对的问题

今后5~10年，我们的内在经济增长速度与过去10年相比可能大幅度降低。现在大家说可以到7%，但也许会是6%或者5%，这个只有10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年之后我们才会知道。由于成本上升，今后10年的通胀也会比现在高，也许是4%、5%甚至更高，这个我们现在没办法去定量地判定它，但是“滞胀倾向”这个趋势是不可逆转的。我说的不是“滞胀”，而是“滞胀倾向”，就是今后5~10年的经济增长速度可能放慢到7%以下、通货膨胀上升到4%以上的这样一种倾向。借用比尔·格罗斯（Bill Gross）的说法，这种成本升高之后的“滞胀倾向”也可被称为中国经济的“新常态”。这个新常态就是成本更高，通胀压力更大，经济的内生潜力更低。

它会带来什么后果呢？过去10年，投资和出口是拉动中国经济增长的主要动力。成本大幅上升后，出口这条路走不通了，在今后10年中，贸易顺差不可能再提高太多。想要靠增加出口来推动一个52万亿GDP的经济体，不仅其他国家受不了，中国的环境和资源也受不了。

没有投资增长和出口增长带来的收入增长，消费是没有办法自己加速增长的，特别在现在我们的收入分配体制改革还没有进一步完善、中产阶级还没有形成之前，希望消费能贡献3%~4%以上的GDP增长是不现实的。

所以在这种情况下，留下的抓手就是投资。投资中40%是工业投资，但是工业投资在今后5~10年里再指望它快速增长也不太现实。为什么这么说呢？过去20年的工业投资和产能扩张的大背景是中国从自给自足的封闭式经济体转变为世界工厂的开放式经济体。如今，成本大幅上升之后，包括耐克和Coach在内的品牌商开始把工厂搬离中国，外商投资的迅速增长很难指望了。同时，由于环保因素，今后几年落后产能淘汰的力度必将大幅加大，再加上各种成本的上升和出口增速的下降，国内的工业产能扩张速度也会大幅放缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剔除出口、消费和工业投资，就只剩下基建投资和房地产投资了，三驾马车现在只剩下一架的三分之二还可以跑，中国经济的出路在何方？有人说，不是还有经济转型和新兴行业吗？经济转型是一代人的事，远水解不了近渴，指望新兴行业和经济转型能在5~10年内起到立竿见影的作用是大跃进式的一厢情愿。所以，在2020年前，要想经济增长“保7”，基建和房地产投资是仅存的动力。而且，从人口红利和储蓄率的角度看，今后7~8年是中国提升基础设施的最后机会，之后将很难找到足够的基建工人和足够的低成本资金。

换一个角度，从供给层面来分析，经济发展的三大推动力是人口的增长，人均资本（包括土地）的提升以及人均劳动生产率的提高。创新和改革长远看有利于提高劳动生产率，但是改革的初期不见得能立竿见影。例如，水电油气要素价格的改革，长期看有助于理顺机制、节约资源和增加供给，但是改革的初期却更多地体现为要素价格的提升，经济运行成本的增加。

我们现在人均GDP是6 200美元，在成本上升的情况下克服中等收入国家陷阱，出路是什么？出路就是城镇化。现在关于城镇化的争论很多。从经济发展的三大推力上看，城镇化首先能够延续城市的人口红利，农村总的人口可能没增长，虽然总的劳动力人口也许不再增长，但是城镇化可以进一步推进城市的人口增长。其次，通过农村土地的流转实现土地资本的货币化，人均资本就能够增加，剩下的农业土地集约化使用，留在农业的劳动力的人均土地就能增加。再次，劳动生产率方面，中国过去10年对劳动力提高最大程度的实现，就是农民工的进城。人口的聚集和分工协作的深入是劳动生产率提升的最直接途径。过去这几年农民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工工资增速较快，正体现了他们劳动生产率的提高。城镇化与新兴行业相比，我们的地方政府更知道怎么实现城镇化，相比之下，新兴行业大干快上反而造成了更多的重复建设和资源浪费，过去几年太阳能、风能、锂电池、电动车、LED 等一系列新兴行业的困境充分证明了这一点。

中国能否跨越中等收入国家陷阱，关键就看能不能在今后 5~10 年执行好城镇化的战略，实现投资与消费的良性互动，促进城镇人口增长、人均资本增加和人均劳动生产率提高。供给层面的这三个改善才是真正应对成本上升的最佳路径，依靠收紧货币政策、地产调控等实际上进一步增加成本、加重滞胀倾向的政策反而无益。

投资微论

中国有 18 亿亩的耕地，美国有 30 亿亩，美国的农民占总人口比例为 2%，也就是有 700 万农民，参照美国的劳动生产率，中国的耕地只能容纳 400 万农业劳动力，就算中国农业达到美国 1/10 的劳动生产率，也只能容纳 4 000 万农民，这说明中国的城镇化进程还远没有结束。根据目前的测算，每个人的城镇化对应的投资是 15 万~20 万。未来，投资持续的时间可能要比我们想象的长。

未来 10 年的投资思路

在这种大背景下，今后 5~10 年的投资思路是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，从资产配置的角度来讲，股票比债券好。你现在拿着债券可能有 5%~6% 的收益，觉得不错，但是扣除今后 5~10 年的通货膨胀率后就所剩无几，甚至不排实际收益为负的可能。今后 10 年的“新常态”下，名义 GDP 增长仍然有 10% 以上，对有定价权的股票而言，实现利润的两位数增长并不难，这些股票在 12 倍以下的估值买入比债券更有吸引力。同时，由于工业投资热度下降，实体经济对资金的需求下降，剩余流动性反而有可能更好，股市反映的主要是剩余流动性。我们可以参考日本的例子。1974 年的石油危机之后的 10~15 年，日本的 GDP 从危机之前平均 9% 的增速下降到危机之后的平均 4%~5%，增速减半，通胀压力更大，但是日本股市却迎来 1975—1990 年的大牛市。

第二，从商业模式上看，高利润的模式优于高周转模式，有定价权的公司会好于有成本优势的公司。看一个公司的核心竞争力，无非是资源优势、技术优势、品牌优势、寡头垄断优势、规模优势和成本优势。A 股大多数公司的资源优势和技术优势是靠不住的，因为他们并没有真正的资源或真正的技术。接下来你要靠什么？在这种低增长、高通胀的新常态下，靠成本优势的企业比较难以维系，靠高周转的企业会发现周转成本越来越高，靠规模优势的企业有从规模经济变成规模不经济的风险，除非规模大到接近寡头垄断的地位。相比之下，寡头垄断和品牌优势在新常态下是最能持续的。关键还是看定价权，因为成本是越来越高的，需求增速却越来越慢，能否在需求不足的情况下把升高的成本转嫁给下游客户，这就要看企业是否有真正的定价权了。

第三，从投资风格上看，价值股好于成长股。有人说，经济增长减速，成长更难了，于是成长股有了“稀缺性”，因此估值应该更高。这好比说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一张彩票，因为中奖概率降低了，因此该彩票的价格应该更高，这个逻辑说不通。还有人说，困境倒逼转型，因此应该买新兴行业。

其实，低增长、高通胀的新常态对成长型企业是不利的。看一看美国的例子，低增长、高通胀的20世纪70年代，以“漂亮50”为代表的成长股的股价普遍跌去70%，相反，在美国高增长、低通胀的20世纪90年代，成长股表现最好。原因很简单：繁荣的经济、充裕的流动性更有利于企业拓展新业务、新产品，相反，经济低迷、通胀升高的背景下，企业举步维艰，哪有余力去创新？现在大家追捧的所谓“成长股”，十有八九是炒主题、炒概念的“伪成长股”，在逆境中生存的能力特别弱，这一点只要看一下2011、2012两年中小企业的利润下降的比例就清楚了。而且，成长股的现金流主要出现在几年以后，在高通胀的环境下，未来现金流的折现值大幅降低，成长股的估值应该更低才对。

但是，市场仍然热衷于“成长股”而抛弃银行、地产、白酒等低估值蓝筹股，认为他们是夕阳行业。其实，中国有14亿人，任何一个大行业，只要把握住行业的龙头地位，再发展20~30年是没有问题的。更何况地产是个很有定价权的行业，就像有的小区，路左边就是6万块一平方米的房子，路右边就是3万块一平方米的房子，同样的学区、同样的配套设施，不同开发商的地产就能卖出不同的价格，这就体现了不同的地产公司差异化的定价能力。前几天有人在争论政府是否把地产当成中国的支柱行业，这就好比争论米饭是否是中国人的主食一样没有必要。不管你是否喜欢，现实是，在今后5~10年，地产仍然是中国经济增长的支柱行业。对于地产，政府会调控，但是不会打死，被压制的需求和被替代的需求，这二者是有本质区别的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府鼓励的行业很容易竞争过度和产能过剩，无锡尚德的破产就是最好的明证。政府压制的行业反而供给有限、竞争有序，龙头企业的日子反而更好过。而且，像银行、地产这样的大体量的行业，自有其内在的经济规律，不会因为国五条、银监8号文这样的政策改变就一蹶不振。事实证明，过去两三年那么严厉的政策变化都没有改变银行、地产行业的利润持续快速增长。目前市场对政策变化很可能过度反应了。

简而言之，低估值的、有定价权的蓝筹股，这就是我们新常态下的投资方向。

投资微论

股市风险论 如果股市是一棵大树的话，2014年年初有太多的人挤在最高最细的枝头上，摘着最青最涩的小果实，完全忘记了远离地面的风险。风来了猪都会飞。但是风刮久了，很多人就忘了风是迟早会停的，还有些人就开始相信猪是真的会飞的。

被忽视的价值 2013年，“乌龙指事件”让人们意外地发现，那些市值几千亿上万亿的原以为“绝对不可炒”的超级大盘蓝筹，居然只需要几千万或者一亿多就可以瞬间冲击涨停。这也从一个侧面说明了大盘蓝筹的交投是如此清淡、市场关注度是如此之低，只需要一点点阳光就可以灿烂。价值往往就存在于被市场忽视的角落，特别是当众人热衷于玩击鼓传花游戏的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12

对冲中国：机遇与挑战

2013年的创业板行情完美诠释了那句话：中国目前的创新有两种，一种是以创新的方式耍流氓，另一种是以耍流氓的方式创新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



听邱国鹭谈行业投资

#选对公司#

前阵子在饭桌上，某投资界资深人士感叹说："现在的上市公司，10 家中有 3 家是骗子，3 家是吹牛，3 家是傻子，只有 1 家在做事，但做成做不成还不好说"。这话难免夸大，但是上市公司的良莠不齐也是事实。所谓投资其实就是寻找那些认真做事并且能做成事的公司，然后在市场一片悲观时买入。即便真如斯言，10 家公司只有 1 家在做事，只有 0.5 家能做成事，2 000 只 A 股中也能挑出 100 家能成事的企业来，而一个投资组合只需要 20 几只股票而已。弱水三千，但取一瓢饮，关键是你要能保证你喝的这瓢水的水质。

#蟑螂理论#

中国人说，祸不单行。美国人说，你从来不会在厨房里只看到一只蟑螂，此即蟑螂理论（Cockroach Theory），指的是一个公司一旦爆发出一个问题，其背后往往隐藏着更多的问题，因为如果真只有一个问题的话，一般会被解决或掩盖而不会轻易暴露出来。此理论特别适用于高估值成长股。

#估值与预期#

估值低的股票，大家预期不高，偶尔基本面有点起伏，投资者也不会太在意。高估值的成长股预期很高，只要有一点坏消息，人们往往认为暴露出来的问题只是冰山一角，股价立即跳水。统计表明，许多成长股一旦有一个季度业绩低于预期，之后数个季度业绩低于预期的概率就会大大增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12

对冲中国：机遇与挑战

在过去的几十年中，对冲基金在海外市场有了长足的发展，管理资产规模持续上升，对冲策略也形成了十几个类别。随着中国资本市场的发展，对冲基金这个名称也逐渐为国内投资者所熟悉。

在中国市场，对冲基金面临着巨大的机遇，首先，中国是高储蓄国家，拥有巨大的客户的真实需求；其次，中国有创新和放松的监管大环境；再次，中国市场的动荡导致投资者对选股能力的需求更迫切。然而我们也看到，中国发展对冲基金面临着工具不足、人才稀缺、市场环境还不成熟等挑战和困难。

海外市场对冲基金发展现状

其实过去这几年世界的金融市场特别动荡，但是海外对冲基金的资产规模却每年都在上升，现在已经达到了2.5万亿美元，从这一点来看，传统资产管理向另类资产管理转移的趋势在国际金融市场上还是比较明显的，因为美国的共同基金业过去这几年，特别是股票型基金的资产其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实是在逐步萎缩的，这和市场环境有一定的关系。

海外对冲基金主要可以分成两大类：对冲的和不对冲的。可能有人觉得很奇怪，为什么对冲基金不对冲？其实大多数对冲基金是不对冲的。像长短仓的对冲基金一边做多一边做空，但大多数都有做多的倾向。我们从资产管理规模的角度来讲，哪一类对冲基金占的规模大与市场环境是有关系的，比如在 1990 年，恐怕一半对冲基金的资产是宏观类的对冲基金在管理，到了 1999 年美国牛市顶峰的时候，有一半以上的资产在长短仓的对冲基金里，因为做多在那个时候能赚钱。此外，专门卖空的对冲基金也是不对冲的，很多期货基金也是不对冲的。有人说所谓的对冲基金或者避险基金，这个叫法本身就不科学，因为很多基金本身就不避险、不对冲。

其实客观地讲，如果看国外对冲基金的排行榜，十几个类别分别进行排行，这十几个类别中大多数资产还是不对冲的，只有一小部分市场中性的，一小部分套利的，比如固定收益套利、可转债套利、期货套利、衍生品套利，这些套利基金从策略的角度来讲有一个容量的问题。因为套利本身是无风险的，无风险的本身利润就不可能多。这样的策略一旦广为人知，做的人多，利润就下来了。我原来在海外做了 10 年的基金投资，后面 4 年是做对冲基金，对冲基金对管理、公司策略的保密性要求都是很高的。很多时候，其实也没什么秘密可以保，制造点神秘感而已。

我们如何来认识对冲基金？其实所有对冲基金只有两点是共同的，其他都可以千变万化。**对冲基金的第一个特点是收取业绩提成。**也就是大家比较熟悉的 2% 的管理费外加 20% 的业绩提成，做得最好的基金有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两三个可以做到 5% 的管理费外加 45% 的业绩提成。业绩提成的好处是什么？好处是对冲基金经理可以不追求规模，只追求回报。其实如果能把业绩做好，每年收 20% 的业绩提成，根本不需要特别大的规模。大多数做得好的对冲基金都已封闭，不再允许申购，所以，像我原来做对冲基金的时候，给我资助的基金中的基金（FoF）出资给我，他想要获得的是什么？是容量的权利（Capacity Rights）。他有时候会出资给你，只分利润的很小一部分，但条件是将来你做大了，不能拒绝他的钱。

好的基金经理是一种稀缺资源，这在对冲基金业特别明显。国外那些能收 5% 的管理费、45% 的业绩提成的基金，本身对客户来说是关着门的。像复兴科技的大奖章基金，后来逐步把大家往外推，退钱给客户，最后只管理自己员工的钱。所以很多时候向对冲基金进行种子资本投资，目的是得到容量的权利，真正好的对冲基金经理是不会盲目追求规模的，因为对冲基金的主要收入来自业绩提成，而不是管理费。

对冲基金的第二个特点是必须对高净值客户，而不是普通大众。美国对冲基金原先基本的规定是可以不注册，但后来因为出现欺诈行为，美国要求对冲基金注册。一个客户的净值要在 100 万美元以上，假定他有一定的判断能力，在这种情况下愿意锁定 2 年，他可以不受监管。从这两个特点上说，中国的大多数阳光私募和一对多专户，都可以算是只做多的对冲基金。

讲到海外对冲基金的现状，第一是发展很好，第二是发展分类分得很细。国外的十几个类别中，慢慢就形成多策略的对冲基金（比如千禧年）；以及不只是单一策略的对冲基金，而是由几十个独立的对冲基金小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组组成的多策略基金。比如英仕曼集团，全球最大的对冲基金集团之一，下面分了很多子公司，有6个很大的分支。

对冲基金并不是不承担风险，它只是对冲掉它不愿意承担的风险，比如市场风险。对于海外来讲，主要是对冲股市的风险，因为海外大多数的资产投资在股市中，我认为中国的对冲基金很大程度要对冲掉房市的市场风险，因为中国的高净值客户60%以上的资产与房地产相关，反而与股市的关联度不大。房地产信托目前也有百分之十几的回报，但是对于很多高净值客户而言，从风险分散和风险控制的角度来说，房地产信托不一定是最优选择。一个人资产有1个亿，可能有6 000万是跟房地产相关的，这对他来说风险很大，边际回报是有限的。

中国发展对冲基金面临的挑战

中国对冲基金业面临的挑战，首先是工具不足。有两条路让你做，一条是你做对冲，必须要卖空。海外大多数的散户买了股票以后，这个股票不是在他的名下，而是在券商名下，这样经纪商可以把客户的券借出去给对冲基金卖空。中国市场的股票都在个人名下，券商没有权力把客户的券借给阳光私募卖空，只能借自营的部分，这样可借的数量就少，成本就高，也就很难对冲。

另一条路是在卖空不易的情况下，靠选时来规避市场风险。但是选时是很难做的事情。它的难首先表现在大家都有恐惧和贪婪的情绪变动，真正要做到众人皆醉我独醒，难度是很大的。国外十几类对冲基金，基本没有哪一类是主要靠选时创造收益的，因为大多数人不具备这个能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国1万个对冲基金，真正靠选时做大的基本没有。索罗斯也不是只拿标普500做多做空，而是在全世界几十种货币、几百种期货、几十个股市里做多做空，严格来讲是在市场之间进行品种的选择，而不只是单一市场的选时。因为工具的缺乏把所有的阳光私募基金变成靠选时来对冲市场风险，对行业是个很大的制约。

有一些QFII客户在谈业绩的时候会问这些超额收益有多少是选时得来的，并把这些先扣掉。因为选时是赌大赌小，可能连续4年都赌对了。作为基金行业，以选时实现对冲的目的，第一是很难，第二是没法告诉别人你是靠运气还是靠本事，如果没办法让人相信你是靠本事的，机构就没办法把很多钱交给你。国外的研究表明，判别一个人有没有选股能力需要18个月，但是判别一个人有没有选时能力需要54年。我追求的就是选股能力能够大多数是对的，而选时就淡化，到最后散户不一定认，但是机构喜欢，你可以向机构证明自己的选股能力——哪怕只有3年的业绩记录。如果你靠选时，机构可能觉得你刚好某一年押对宝，可重复性、可持续性就难讲。**所以说，中国对冲基金业面临的第一个挑战是工具。**工具不足，就没办法在短时间内建立能够说服客户的业绩，因为你需要十年八年，但是谁有十年八年的时间?

中国对冲基金业面临的第二个挑战是人才稀缺。我碰到QFII的客户说他们在中国见了好多基金经理，都是精选个股者，很少有真正意义上的资产组合经理。对冲基金首先强调的是风险的控制，而风险控制的实现离不开组合管理。不能够只看基金经理过去的业绩，因为你不知道他承担什么样的风险去创造了这个业绩。巴菲特是比较另类的基金经理，他举过一个好的例子，不知道大家有没有看过《猎鹿人》(*The Deer*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Hunter）这部电影，假设有这么一个游戏，你拿着一把左轮手枪对自己开一枪，如果打死你就死了，如果没死，我给你200%的回报。假设一个基金经理连续开了三枪，每年赚200%。这是一个好的基金经理吗？

现实中这把左轮手枪可能不是6个洞，而是20个洞，很多人炒新能源等东西，也许2009年以前可以说新能源做不了，但是很多人在2010年炒新能源赚了40%甚至50%，他赚过了，他所承担的风险就有点像拿一把手枪，转轮的20个洞里面有一两发子弹，这种风险是对冲基金不应该承担的。但是如果单看三五年的业绩看不出来，至少要看十年业绩。你需要的人才需要有风险控制和组合管理的知识和经验，当然我也不是说需要海归，大多数海归在中国做的并不成功。既要有海外成熟市场的知识，还要了解中国的国情，因为中国的会计报表、管理层的诚信度、游戏规则和海外完全不一样，必须要明白哪些东西是不变的，哪些东西是变的。所以说，我认为对冲基金发展的第二个挑战是人才的挑战，中国这么大，十几亿人，目前具备做对冲基金经理资格的人可能不超过100个，甚至连100个都是多说的，因为其实真正要做对冲基金，所需要的知识面和经验这两个方面大家都不具备，第二个最大的挑战是在人才上面。

中国对冲基金业面临的第三个挑战是环境、机构、氛围、渠道、客户。首先客户对对冲基金不了解，客户很简单，就是成王败寇，看你有没有替我赚钱，你替我赚钱就是好人，你替我亏钱就是坏人，他不管你玩的是什么游戏。很多私募基金也通过银行渠道发行，这个有好有坏，好处是很快可以把规模做大，坏处是慢慢地私募公募化。私募定位和公募一定要不一样，公募能做的私募都能做，公募不能做的私募也能做。大环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境对阳光私募评级的不成熟，比如所有的基金在一起排名，这本身就不科学，大家的风格都不一样，就像美国的排名分的很细，类别如果不分清楚，就不能够得出真正好的结果，就会劣币驱逐良币，一个差的对冲基金可能冒的风险很大，但是业绩不错，也受追捧。这点就是挑战。

投资微论

对投资者而言，有两股力量不容忽视，一个是中国政府，另一个是美国人民。2008 年年底，大家都说美国人民借钱消费难以为继、中国政府借钱投资不可持续，仿佛再平衡已迫在眉睫。三年半过去了，拉动美国复苏的还是消费，兜底中国经济的还是投资。所谓的再平衡和经济转型都是持久战，会发生，但过程是极其漫长的。

中国对冲基金发展的机遇和前景

我觉得对冲基金的机遇是很大的，为什么？**第一是需求。**因为中国是高储蓄国家，每年的可投资金巨大。大家都在说股票的扩容太快，很多人都在抱怨，其实 2012 年股票扩容也就 1 000 多亿，再往前两年多的时候也就 2 000 多亿，房地产每年新增的面积是 10 亿平方米，每平方米算 5 000 块，就是 5 万亿，房地产每年 5 万亿的扩容我们都可以消化（还不算二手房的增值部分），民间的财富多巨大可想而知。全中国 14 亿人，目前的股市市值也就相当于 6 个苹果公司的市值。市场是很大的，而且市场的特点在于现在很多人觉得实业不好做，很多人以前做出口业、加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工业，现在根本没办法扩大再生产，这些人的钱都愿意做对冲基金投资，需求在这里。还有一块是移民，很多人移民之后，这些钱在中国或者在国外一样可以投资，移民之后可能没办法直接管公司做实业，海外的情况他也不了解。所以中国对冲基金的机遇首先是市场机遇的巨大，因为有真实的需求。

第二是放松市场管制和鼓励金融创新的大背景。现在监管机构的特点就是要放：放松管制，让大家八仙过海，各显神通。目前缺乏的一些对冲工具，随着金融创新的深入都会逐步出现。在这样的大环境之下，私募基金要做一些传统公募基金不能做或者动作比较慢的事：创新、新的产品、新的工具、新的方法角度，机遇是放松管制带来的。

第三是世界金融市场的动荡。过去几年为什么对冲基金的发展这么好？就是因为只做多赚不到钱了。如果都像 2006、2007 年那样，买指数基金每年赚 100% 多，谁需要对冲基金？正是因为没有办法通过市场上涨的市场弹性赚钱，才需要做选股能力，才需要做跟市场不相关的超额收益。

对冲基金就是个杯子，它装什么东西就是什么东西，它装水就是一杯水，装茶就是一杯茶，装醋就是一杯醋。不要以为对冲基金都一样，只能说具体公司具体分析。对冲基金严格来讲不是一个资产类别，海外现在有 1 万家对冲基金，分析起来丝毫不比分析股票轻松。对冲基金不作为一个独立的资产类别，是因为无法定义它的投资和风险属性，因为每个类别的对冲基金之间的差别是千变万化的。它只是一个箩筐，这个筐什么都可以装，都得具体情况具体分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资微论

去杠杆的方式 全球最大对冲基金桥水资本创始人戴利奥认为：去杠杆的方式有3种：1.债务人通过节制消费来还债；2.债权人通过债务重组放弃部分债权或者延长还款期；3.定量宽松和印钞票。1和2会导致通货紧缩，3会导致通货膨胀，如果三者取得平衡，就不会有通胀通缩，且经济会温和复苏。美国过去3年就是这样"完美去杠杆"的。

最一致的时候就是最危险的时候 原因有二：第一，越是一致，投资者对未来的集体预测区间就越小（例如，不一致时，大家众说纷纭，预期增长可以是10%~40%；一致时，大家意见统一，预期增长变成25%~30%），而现实世界是千变万化的，区间越小，实际值落在区间外的概率就越大，所以越一致，错的概率越大。第二，一致预期已经体现在股价里了，即使是正确的时候，市场也不会给任何奖赏。而在一致预期错误的时候，市场会因为预期落空给予惩罚。对了没奖，错了要罚，最一致的时候就是最危险的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大白话

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。 1. 这话很有道理。2. 这话说了等于没说。3. 很有道理的话一般说了等于没说。4. 说了等于没说的话一般很有道理。5. 如果你知道别人什么时候恐惧和贪婪，这话很有道理。6. 如果你不知道别人什么时候恐惧和贪婪，这话说了等于没说。7. 恐惧和贪婪在市场中的直接体现就是估值。恐惧时，估值水平低；贪婪时，估值水平高。8. 所以，在估值低时贪婪，在估值高时恐惧。

留得青山在，不怕没柴烧。 本金安全性是每个投资者必须关心的。对冲基金经理们常说的“留在游戏中，别出局”其实也是此意。投资者需区分两种风险：价格短期波动的风险和本金永久性丧失的风险：前者只会短期没柴烧，后者才会让青山不再，人们往往过于关注前者而忽视了后者。

二鸟在林不如一鸟在手。 有人认为买股票就是买未来，喜欢二鸟在林；有人认为未来充满不确定性，喜欢一鸟在手。两种方法都可赚钱，只是风格不同而已。现实中，投资者对未来成长常抱有不切实际的过高期望，而对于现有价值视而不见，导致估值失当，这才造成了二鸟在林不如一鸟在手的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家竞争优势

迈克尔·波特（Michael Porter）在《国家竞争优势》（The Competitive Advantage of Nations）中把国家竞争力发展分为四个阶段：1. 生产要素导向阶段（依靠资源或廉价劳力）；2. 投资导向阶段（大规模产能扩张，政府起主导作用）；3. 创新导向阶段（政府应无为而治）；4. 财富导向阶段（社会已富足，强调公平而非效率，社会价值挂帅，实用主义减弱）。

对大多数发展中国家而言，阶段2与阶段3之间有着极高的门槛——第二次世界大战后的半个世纪，实现成功跨越的国家只有日本和韩国。

意大利是个例外，直接从阶段1跳跃到了阶段3，当然，不是每个国家都有创造阿玛尼和兰博基尼的基因，因此参考意义不大。在阶段1，企业之间的竞争优势主要体现在资源独占和价格竞争；在阶段2，企业的竞争优势体现在规模经济和产业链集群，所以现阶段国企的强势和民企的弱势也是形势使然。但是，要想进入阶段3，必须让民企成为创新的主体。回顾各国发展史，政府主导的创新鲜有成功先例。

网络上不少人喜欢以阶段4的欧美国家为参照，把处于阶段2的中国经济和社会说成一团漆黑、一无是处，其实，我国社会经济在这个阶段遇到的许多困难和问题，发达国家在阶段2都经历过，没必要妄自菲薄，对未来失去信心。

中国处在阶段2，美国处在阶段4，发展阶段不同，从经济结构（投资 vs. 消费）、主要矛盾（做蛋糕 vs. 分蛋糕）到社会的价值取向（强调效率 vs. 强调公平）都不同，但有些人却把中美差距简单归因为中国的国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民劣根性，有失偏颇。古人说的仓廪实而知礼节其实是很深刻的。有些人认为中美体制不同不可比较，那我们就看看印度的例子。印度和美国一样有民主制度、司法独立、言论自由和宗教信仰自由，但是印度的腐败、贫富分化、社会不公现象比美国多得多，背后的原因还是社会发展阶段的差距。蛋糕不够大时，怎么分对一部分人都很不公平。

山寨行为也是阶段 2 的常见现象，美国也经历过。1903 年，可口可乐从配方中去除可卡因后，仿冒者开始盛行。仅在 1916 年，美国就查封了 153 家可口可乐的假冒产品，包括许多“康帅博”式的名字：ColdCola，CandyCola，KocaNola 等。

宏观上从城市化比率、人均 GDP、经济结构等指标，微观上从企业竞争力、技术进步和全球产业链分工等角度上看，中国整体处在阶段 2 中期。分区域看，北上广深开始进入阶段 3，东部沿海在阶段 2 中后期，中部在阶段 2 前期，西部还在阶段 1。

从定量的角度分析，从人均 GDP、城市化水平以及主要消费品保有量来看，中国大致相当于 20 世纪 60 年代的日本，20 世纪 70 年代的韩国（见表 6—1）。但考虑到中国的经济总量和东西部差异，20 世纪 70 年代初的日本和 20 世纪 80 年代初的韩国经济对我们也有启发。

表 6—1　　中日韩发展程度对比

	中国		日本		韩国	
	数量	年份	数量	年份	数量	年份
城市化率（单位：%）	46.0	2008	46.0	1952		
城市人口比例（世界银行，单位：%）	43.1	2008	43.1	1960	43.6	1972

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	中国		日本		韩国	
	数量	年份	数量	年份	数量	年份
人均 GDP（2000 年，单位：美元）	1965	2008	7118	1960	1994	1970
劳动者收入占 GDP 比重（单位：%）	40	2007	40	1961	40	1980
汽车千人保有量	50	2009	51.71	1962	48.43	1988
轿车（每百户）	8.8	2008	6.8	1964		
彩电（每百户）	132.9	2008	142.2	1979		
电冰箱（每百户）	93.6	2008	94.4	1969	93.7	1981

日本在 20 世纪 60~70 年代经历了刘易斯拐点、工资暴涨、消费占 GDP 百分比提升、出口向内需的转型、城市化接近尾声后投资增速下降、经济增速从 9% 减半至 4%~5% 等一系列目前众多悲观者担心中国经济即将面对的问题，但是日本股市的牛市在此之后又持续了 15~20 年。

国际分工是大趋势。回顾过去几十年，投资银行多是美国和欧洲的，大飞机的制造是波音和空客，工程机械是卡特彼勒、小松、斗山，快餐就是美国那几家，奢侈品基本上是法国意大利，资源是加拿大、澳大利亚、巴西。分析任何可贸易品行业，都要在国际竞争的大背景下看这个行业是否有比较竞争优势。

为什么巴菲特买的多是消费和金融股？因为最能代表美国竞争力的就是像可口可乐、宝洁那样的消费品公司和像高盛那样的金融巨头。日本、韩国这样以制造业起家的国家，历史上很多牛股就出在机械、家电、汽车等能代表其国家竞争力的行业，如丰田、三星等。什么行业最能代中国参与世界竞争呢？能代表中国参与世界竞争的行业应具备如下特点：本土市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场巨大；横向已形成国内寡头垄断；纵向已实现产业链整合；相比国际竞争对手具有显著的规模和性价比优势（品牌和渠道优势目前还谈不上）。

在全球化和互联网时代，世界已经进入寡头阶段。如果还指望新兴中小企业能够与国际寡头竞争，就好比相信渔船舢板能挑战航空母舰。国家政策应有意识地支持中国的民营寡头成长为世界寡头，只有这样才能带动广告、法律、咨询、设计等高端生产性服务业的发展，才能跨越中等收入国家陷阱。

伟大企业是竞争而不是补贴出来的，因此在自由竞争阶段不应该对新兴行业的中小企业补贴；通过市场竞争产生民营寡头后，说明“内战”打完了，胜利者要代表中国参与“外战”了，这时国家对民营寡头在跨国并购、进出口信贷、国际渠道建设和海外知识产权纠纷等多方面的支持是必要的。

许多人热衷于研究美国，其实中国的经济发展模式与美国根本就不是一个路数，日本、韩国的产业升级道路才是中国应该走的，转型必须依靠和发扬既有优势，而不是好大喜功地超前发展所谓的新兴行业。本来打乒乓的人看到别人踢足球赚钱更轻松，就草率决定转型踢足球，令人无语。国际分工不是一成不变的，但转型不该由行政力量强推，那样容易对新兴行业揠苗助长、对传统行业自毁长城。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《美国士兵守则》的投资解读

美国士兵守则	投资解读
• 所有的5秒手榴弹引线都会在3秒内烧完	• 注意安全边际
• 别和比你胆大的战友躲在同一个散兵坑	• 小心卖方研究员的推荐
• 打过来的子弹才是老大	• 别接正在坠落的飞刀
• 好走的路总布满地雷	• 所以要逆向投资
• 若一个蠢办法有效，那它就不蠢	• 所以要价值投资
• 如果你多报战功，下次就一定会被委以力所不逮的任务	• 卖基金时别吹牛
• 重要的事总是简单的	• 先别亏钱
• 简单的事也是最难的	• 不亏钱也不易
• 曳光弹能帮你找到敌人，也能帮敌人找到你	• 卖方报告发给你也发给他
• 当防守严密到敌人攻不进时，你自己也可能打不出去	• 当你不承担任何风险时，你也得不到任何超额收益
• 如果你的瞄准镜能看见敌人，那么敌人也同样能看见你	• 你在研究竞争对手的持仓时，他也在研究你的
• 必须组合使用的武器一般不会一起被运来	• 讲多个故事的上市公司，最后一般都不能兑现
• 别忘了，承包商是以最低价中标而制造了你手中的武器	• 有些时候，财务报表的审计师是因为最听话才得以留任
• 你什么都不做，也可能挨枪子儿	• 随波逐流不保证排名中游
• 你不是超人	• 你不是巴菲特，也不是索罗斯
• 别太显眼，你将成为攻击目标	• 业绩好的时候要夹着尾巴做人
• 尽量显得你不重要，因为敌人的子弹快打光了	• 业绩不好时更要低调，再熬一下，市场风格就要转换了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第五部分
投资心理学

在实践中投资者必须提防许多东西，最重要的是提防自己。

杰西·利弗莫尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13

人性的弱点：投资者常见的心理误区

1. 家花不如野花香

我在研究世界各国股市的历史后发现，几乎每个国家（包括A股）低估值的价值股的长期投资回报率都显著优于高估值的成长股。原因很简单：投资者对未来的成长往往抱有不切实际的过高期望，而对于现有的价值却视而不见。不珍惜已拥有的，而对未到手的抱有过于美好的想象，是放之四海皆准的普遍人性。

2. 过度自信

1999 年我参加哈佛行为金融学短训班时，教授通过无记名调查提了两个问题：你退休时能有多少钱；在座的人退休时平均能有多少钱。当场统计的结果显示，第一个问题的答案平均是 3 000 万美元（在座多为美国基金经理），第二个问题的答案平均是 300 万美元。也就是说，基本上每个人认为自己比平均水平强 10 倍。

3. 仓位思维

一旦买成了重仓股，对利好消息就照单全收，对利空消息就不以为然，心理学上叫确认偏误，民间说法叫屁股决定脑袋。正确的决策流程是先有论据，再有结论；但多数人是先有结论，再找论据，这样一来对反面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的证据自然就视而不见。有了仓位，思维就不客观，故称仓位思维。

4. 锚固偏见

常有人说，这股票涨这么多了，还不抛？或者，已经跌一半了，还不买？这就是锚固偏见的表现，其潜意识是把原有股价当成合理、有参照性的锚点。其实，一个股票便宜与否，看估值比看近期涨跌更可靠：基本面大幅超预期时会越涨越便宜，反之会越跌越贵。锚固偏见是奢侈品的常用营销手段。先设计一批 2 万美元的包包让模特们背着走来走去，让你感觉这个品牌的包就值 2 万美元一个。这样一来，当你在店里看到 1 000 美元的同一品牌包时，就不觉得贵了。其实 2 万美元的包也卖不了几个，利润主要来自卖 1 000 美元的包。

5. 短期趋势长期化

某公司利润去年 6 毛，今年 7 毛；管理者故意报成去年 5 毛，今年 8 毛，增长高达 60%，于是市盈率大涨，这就是利用人性中易把短期趋势长期化的倾向的手法，行为金融学称为过度外推。把过去的增长过度外推到未来，把不可持续当作可持续，是成长股陷阱和周期股陷阱的共性。

6. 亏损厌恶症

厌恶亏损是人之常情，A 股尤甚：卖亏损股票，老外叫“止损”，咱们叫“割肉断腕”——厌恶之情溢于言表；不少人股票涨回成本时就抛，亏损就扛着，还自欺欺人说不卖就不算真的亏。其实，股票的投资价值与买入成本无关；该不该卖，也与你是否亏损无关。1 万元亏损带来的痛苦是 1 万元盈利带来的喜悦的 2 倍。求稳怕亏体现在机构身上是尽管牛市中周期股常领涨，周期股再便宜也不买，稳定类的股票再贵也拿着；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体现在散户身上是 28 万亿现金存银行，尽管股市长期跑赢现金是不争的事实。

7. 标题党

投资者往往容易对新闻标题做出过度反应。例如，日本核事故时某些股票因为能为日本提供少量救灾物资药品而大涨，非典期间也出现过类似事例。上标题的多是“人咬狗”事件，调研才能了解那些上不了新闻的“狗咬人”事件。

8. 榔头症

美国消费股多，适合价值投资；加拿大资源股多，适合趋势投资。互联网赢家通吃，买龙头；休闲服装百花齐放，买成长。差异化产品，买品牌；同质化产品，买成本低的。不同国家、不同行业，适用方法应不同，但人们常生搬硬套同种模式。在一个榔头看来，世界上的所有东西都是钉子。

9. 选择性记忆

大多数人对持有的牛股都津津乐道（就像我老爱提起去年抄底工程机械的经历），对踩过的地雷却避而不谈（既然罄竹难书，干脆我就不书了）。对自己的正确决策印象深刻，对自己的错误却记忆模糊，选择性记忆是人脑自我保护的方式之一，也是提高投资水平的障碍。俾斯麦说，每个笨蛋都会从自己的教训中吸取经验，聪明人则会从别人的经验中获益。可惜股市中能从自己的教训里吸取经验的人也不多见（笨蛋也不好当啊）。你记得你去年亏损最大的是哪 5 只股票吗？你吸取了什么教训呢？没关系，我也不记得我的了——这就是选择性记忆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 差点就赢

同样是错过航班，错过3分钟的比错过30分钟的更沮丧；同样是彩票没中，号码与头奖号码只差一点的是最痛苦的。与成功擦肩而过比从未接近成功更令人难以接受，更令人想再试一次，所以，许多赌博形式正是包含大量“差点就赢”的设计，才吸引了这么多赌徒不惜倾家荡产屡败屡战。赌场的研究者早就发现，那些经常出“差点就赢”图案的老虎机比随机设置的老虎机更易让人上瘾，更能让赌场赚大钱。细细地回想一下，那些垃圾股、庄股以及你只想做个波段赚点快钱就跑的股票，是不是也经常让你有“差点就赢”的经历?

11. 羊群效应

羊群效应原是由生物学家在研究动物时发现的。现实生活中，基金经理抱团取暖，散户跟风炒作，非典时抢醋，地震后抢盐，羊群效应无处不在。不管是集体看空还是集体看多，最一致的时候往往是最危险的时候。只有卓尔不群的人才能在高处有如临深渊的谨慎，在低谷有仰望星空的勇气。

12. 心理账户

广播电视节目中常有股民这样提问：“我买了某某股票，成本是xxx，请问应如何操作。”提问者潜意识中已把买入成本当作买卖决策的依据之一。其实，是否应该卖出取决于很多因素（估值、品质、时机），但与买入成本无关，因为你的买入成本根本不影响股价的未来走势。心理账户指的是人们喜欢在脑袋中把钱分成不同部分（例如买房的钱和买菜的钱）。投资者最常见的心理账户是把钱分为本钱和赚来的钱，并且对这两部分的钱体现出非常不同的风险偏好，这样无形中就把买入成本作为决策依据之一了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 后视镜

还有什么比年复一年犯相同的错误更糟？每年犯不同的错误。美国前财长、哈佛前校长劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）说过，投资者都想在今天做昨天应该做的事。我的观察是，投资者，特别是机构投资者，都希望在今年做去年应该做的事。

2008 年让大家认识到本金的安全性是第一位的，然后 2009 年股指翻倍。2009 年让大家认识到牛市谁也跑不赢沪深 300，然后 2010 年小股票结构性行情。2010 年让大家认识到消费新兴和小股票才是硬道理，然后 2011 年蓝筹股大幅跑赢小股票。投资人总是不断地总结，只可惜是从“后视镜”中总结。股市里，即使那些想从自己的教训中吸取经验的投资者，也常常以偏概全地吸取不当的经验。美国人说“每个将军打的都是上一场战争”，也是此意。牛熊交替和市场风格都是不断在变化的，前一年正确的做法在下一年可能是不合时宜的。

而那些进行大类资产配置的人，又常常在这个十年做上一个十年应该做的事。1980 年，美国人根据 20 世纪 70 年代的经验得出了买股不如买大宗商品的结论，然后出现了持续 20 年的股票牛市和大宗商品熊市。2000 年，美国人根据 20 世纪 90 年代的经验得出了买大宗商品不如买股的结论，然后出现了持续 10 年的股票熊市和大宗商品牛市。近期，许多人根据过去 10 年的经验得出了买股不如买房的结论。其实，大类资产之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的轮动，往往是以 10 年、20 年为单位的，未来 10 年与过去 10 年的情况可以是截然不同的，因此，大类资产之间的这种长期比较往往也是后视镜。

1997 年，香港人根据过去经验认为房价只涨不跌，之后 6 年房价跌了 2/3。2007 年，美国人根据过去经验认为房价只涨不跌，之后 4 年房价跌去 1/3。谁也无法预测未来，没有只涨不跌的资产。仅凭过去 10 年的房价飚涨就断言房地产是更好的资产类别，这是“后视镜”效应下的一厢情愿。贪婪与恐惧是恒久不变的人性。现在的股市弥漫的是恐惧；现在的房市充斥的是贪婪。10 年前股市的平均市盈率是 50 倍，今天却只有 12 倍。股票估值是 10 年前的 1/4，而许多城市的房价过去 10 年涨了不只 4 倍，一来一去 16 倍的差异之后，谁还能断言今后 10 年买股不如买房呢？也有人根据过去 10 年的经验认为买股不如买大宗商品。其实，过去 140 年里大宗商品的长期真实回报率几乎是零，远不及股票。既然过去 10 年在历史长河中不具代表性，为何喜欢用后视镜的人只看过去 10 年，而不看过去 30 年、50 年或 100 年呢？

某位对冲基金经理曾引用某冰球运动员的话来类比投资：应该跑向球将要去的地方，而不是球现在所在的地方。犯“后视镜”错误的投资人就是习惯跑向球现在所在的地方，追逐当下的热门板块或者主题，于是难免比市场慢半拍，因为市场就像冰球一样，总是在不断地运动中。如何从自己的教训中吸取经验，在股市中并不是一件简单的事，大多数人做的其实只是刻舟求剑式的总结，而不是前瞻性地跑向球将要去的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15
傻瓜定价说

拍卖时，同一件古董有人估50万，有人估500万，价格最终是由头脑最发热的人决定的。同理，股市处于底部时，流动性萎缩，任何抛盘都能打压股价，因此，股价能跌多深往往是由最恐慌的人决定的。换言之，市场的极端价格常常是由最大的傻瓜决定的，所以股价总是上涨时超涨，下跌时超跌。

常有人感叹股市的非理性行为。其实，价值投资者对这些非理性行为应该感激涕零——没有超跌，哪来价值低估？没有价值低估，哪来超额收益？理解市场的非理性行为，淡然处之并加以利用，这是逆向投资的第一步。

1999年纳斯达克泡沫时，我碰到某行为金融学教授，他自己有个对冲基金，那年卖空网络股亏了很多钱。他感叹道："我知道他们傻，只是我没想到他们会这么傻！"聪明人（包括那些自作聪明的人）的悲剧在于，他们往往低估了傻瓜傻的程度。

长期资本管理公司，一家由世界顶尖的操盘手和诺贝尔经济学奖得主们管理的对冲基金，就是因为低估了市场的力量以及短期内价格能够偏离内在价值的程度，在1998年俄罗斯危机中被市场的极端行为"乱拳打死老师傅"的。其实，他们的持仓在被清盘后的数月后迅速飚涨，只可惜他们的高杠杆注定了他们倒在黎明前的黑暗里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“聪明人”常希望傻瓜们傻得“刚刚好”：傻到愿意把价值1元钱的东西以5毛钱的价格卖给他，但不至于傻到继续把价格砸到4毛钱。其实，低估傻瓜傻的程度也是一种傻，能使股价低估50%的非理性行为同样能使其低估60%。正如凯恩斯所说，市场持续非理性行为的时间可能长过你持续不破产的时间。

对市场敬畏但不屈服，逆市场而动但懂得自我保护。抄底时注意安全边际（不用杠杆也是其中之一），避开价值陷阱，远离反身性（会恶性循环、不能越跌越买），精挑细选低估值、高品质（特别是高端品牌或寡头垄断）的股票，然后分期分批加仓，确保判断错误时也不至于粉身碎骨。

16 这次不同了

约翰·邓普顿说，“这次不同了”（This time it's different）是英语中最昂贵的四个字。人性的弱点总喜欢把短期的事情长期化，乐观起来就是“黄金十年”；碰到困难时却又觉得从此再也看不到光明了，因为“这次不同了”。其实，经济周期和市场周期总是起起伏伏、周而复始的，太阳底下没有新鲜事。

过去40年香港股市的整体市盈率基本上都在10~20倍之间波动，如此反复多个周期，只要稍微研究一下市场历史的人都可以发现这个现象，可是几十年来人们的行为反复验证了这么一句话：人们从历史中学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的唯一教训就是人们从来不吸取任何教训。为什么人们会一而再、再而三地在市场高峰附近入市，在市场低谷附近离市呢？原因很简单：当市场估值到高点时，总有些“这次不同了”之类的观点来说明这次的高估值是合理的（例如新经济，“港股直通车”）；估值到低点时，又会有另一些观点来说明“这次不同了”（例如金融海啸，网络泡沫破灭）。

我的第一任老板、公司首席投资官是个热衷于研究市场历史的铁杆价值投资者。1999 年科技股泡沫顶峰时，大家都在说“这次不同了”，他却坚定地说“这也会过去”。他经常鼓励我们看旧书、旧报告、旧杂志。历史读多了，对许多事情就见怪不怪了。

每隔几年“这次不同了”就换个新面孔出现。2008 年的次贷危机叫“百年一遇”；2001 年的“9•11”事件叫“美国本土第一次遭受外来攻击”；1999 年网络泡沫叫“新经济”；1997 年亚洲危机叫“金融海啸”；1989 年日本泡沫叫“日本特殊性”；1987 年 10 月的黑色星期一叫“二十西格玛事件”（20-sigma event，指几乎不可能发生的小概率事件）。每一次危机或泡沫都感觉像是史无前例，其实不过是历史长河中的一朵浪花。

2011 年年底的中国股市悲观者众，“这次不同了”也就有了数张新面孔：旧的增长方式遇到了瓶颈，靠投资和出口拉动经济的路已经走到了尽头；刘易斯拐点出现，劳动力价格飞涨，长期通胀将失控；过去 10 年的好日子是加杠杆带来的，今后 10 年是去杠杆，经济潜在增长速度将从此下一个大的台阶。

我不是经济学家，这些似是而非的问题也不是三言两语能说清楚的。但我知道人性的弱点：当人们在为“黄金十年”找论据时，市场离见顶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不远了；当人们在为长期的悲观寻找理由时，市场已经在底部区域了。投资者的悲哀，永远是轻易地放弃和错误地坚持。

17 树动风动心动

股价波动的原因，是树在动（基本面），风在动（政策面），还是心在动（情绪面）？短期来说，股价波动是人心与人心博弈的结果，是心在动，难以预测。中期来说，股价更多是由政策面决定：吹的是政策宽松的暖风，股价就上涨；刮的是政策紧缩的寒风，股价就下跌。所以说，中期是风在动。

长期来说，股价是由基本面决定的。那些根基不稳的病树，难以避免在风中被连根拔起的命运；而那些有稳固根基的好树，不管人心冷暖，风向东西，终将成长为参天大树。所以说，长期是树在动。

“心在动”常对“风在动”推波助澜，把五级风放大为十级，此时人们已不关心“树动”与否，反正玩的是击鼓传花的游戏。其实，研究“心动”的人赚的是彼此的钱，玩的是一赢一输的零和游戏；研究“树动”的人赚的是树木成长的钱，玩的小树长成大树的正和游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18
知易行难

有一道填空题：市场持续不理性的时间可以长过____。凯恩斯说，可以长过你持续不破产的时间。公募基金经理说，可以长过客户持续不赎回的时间。私募基金经理说，可以长过信托持续不清盘的时间。券商自营操盘手说，可以长过风控持续不平仓的时间。所以说，长期投资知易行难。

马科维茨（Markowitz）的资产组合理论解决了如何在预期收益不变的情况下，通过组合管理和资产配置取得组合风险最小化的问题，并因此获得了诺贝尔经济学奖。但是据说他在管理自己钱财时，资产配置一直是一半股票一般债券。所以说，组合投资知易行难。

我以前有个合伙人是有着 30 年从业经验的价值投资者。有一次我问他，1979 年美国市场市盈率只有 7 倍、商业周刊封面文章宣告股市已死时，价值投资者们都跑哪儿去了呢？他笑着说，那时他们正忙着给客户解释为什么净值缩水了 30%，因为他们在 9 倍市盈率时就早已满仓了。所以说，价值投资知易行难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

附 录
投资访谈

我觉得要预测会发生什么比较简单，但预测何时发生会比较困难。

巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资需要逆向思维

特立独行不仅需要勇气，更需要智慧。而这两点，在“特立独行”的南方基金投资总监邱国鹭身上，显然已经得到近乎完美的结合。一个多小时的采访中，他的快人快语、对独立思考的坚持、独到而有论据强力支撑的观点，无不给中国证券报记者留下深刻印象。

与他的“特立独行”相伴的是良好的投资业绩。据记者从银行渠道了解，邱国鹭亲自管理的一对多专户产品是目前市场中表现最好的专户产品之一。而今年三季度南方基金在工程机械板块的成功布局，也与他领导的投研团队的前瞻性判断不无关系。

“作为一位投资经理，要战胜市场、战胜同业，必须具备三个要素：一个是独立性，一个是前瞻性，一个是大局观。过去十多年，我遵循这些原则做价值投资，比较喜欢逆向思维。很多时候我的想法和投资思路会与其他人不同。”总结自己十余年的投资经验，邱国鹭如是说。

◎ 仓位、行业、个股，哪个更重要

如果有人问基金经理，仓位、行业配置和个股选择哪个更重要，一定会得到不同的回答。正如邱国鹭所言，有的基金经理注重仓位的控制，有的擅长行业配置，而有的则在选股方面技高一筹。不同的基金经理，在投资中所擅长和侧重的方面自然会有不同。

2010 年以来，认为个股选择更重要的人为数不少。不管是市场大幅下跌的二季度，还是震荡上升的三季度，“精选个股”都是许多投资人士的偏好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邱国鹭却认为行业配置才是投资成败的关键。"从过去的经验来看，任何半年、一年，或者过去五年，领跑的行业和垫底的行业板块表现天差地别。我们对许多基金的长期历史业绩做了归因分析，得出的结论也是投资业绩差异最主要的决定因素在于行业配置。所以，我一直把行业配置放在首位。"

回顾2010年的投资，邱国鹭表示，自己做得最成功的就是行业配置。上半年，当市场普遍把眼光投向大消费时，邱国鹭却另辟蹊径地看好以工程机械为代表的高端制造业。他认为，投资的增长是消费增长的一个前提，这种关系决定了在城镇化和产业升级的过程中，投资依然会是拉动经济增长的主要动力之一。当许多投资者在第二季度纷纷抛售投资品股票时，他两度赴中西部省份实地调研当地发改委、城投公司和建筑公司，发现各地的基建施工如火如荼，工程机械的订单空前旺盛，于是，在6月份市场最低迷的时候，他果断加大对工程机械的配置。下半年以来，工程机械板块大幅上涨，邱国鹭的独立判断得到了超额回报。

在如何做行业配置上，邱国鹭也有自己的思考。他认为，对不同的行业，是超配、标配还是低配，应该依赖深入的研究、根据自己对该行业的把握程度来决定配置偏离的程度。"只有在很有把握、明确看好或看空时才能大幅超配或低配，而在自己没有观点的时候，不妨采取跟随策略，保持标配。"

◎ 200万的奔驰还是2万元的夏利

行业配置如此重要，但是如何判断不同行业的投资价值？邱国鹭的回答是，要综合考虑行业自身的因素和估值的高低——好行业如果估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过高，就不能成为好的投资标的；不那么好的行业，如果估值超低，也可能会成为好的投资对象。

按照这种标准来衡量行业的投资价值显然与目前市场上的一些做法不同。2010 年第三季度，在医药股估值高涨之际，不少投资人士依然大举买入该板块股票。大消费类其他的一些行业板块和新兴行业中的一些行业板块，在估值过高的情况下也同样享受到“长期坚定看好”的礼遇。与此同时，低估值的机械设备却始终被市场冷落。

邱国鹭认为，市场的普遍做法虽然有其理由和逻辑，但是站在自己的角度基于估值的考虑，却很难跟随这一潮流做投资。“就好比有一辆奔驰和一辆夏利，如果本来只值 100 万元的奔驰，售价是 200 万元，而本来值 4 万元的夏利，只需要 2 万元就能买到，那你是买奔驰还是买夏利呢？我觉得半价买夏利会是个好投资，而双倍价钱买奔驰就不是好投资。选择投资某个行业、某只股票也是这样——好的投资还是坏的投资，都是相对于投资对象的估值而言的。”

“目前投资界有一种倾向，就是好行业再贵都拿着，其他行业再便宜也不看。这种做法是不合适的。因为历史事实证明，没有绝对的好行业和坏行业，只要有超预期的东西出现，投资就能获得超额收益。例如，有色金属行业的周期性强且波动性大，很多人认为它不是一个好行业，但是它却是过去 10 年中国每一次牛市中表现最好的行业，2010 年 10 月份的行情再次证明了这一点。”

如何知道哪些行业适合长期持有，哪些行业适合波段操作？邱国鹭介绍，南方基金研究部和数量投资部对大量数据进行了统计和分析。“我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们统计了过去10年的数据，总结出什么行业在什么时间段内跑得最好，通过这种方式把每个行业的特性弄清楚。最后确定对不同行业采取长期持有的策略还是波段操作的策略。同时，我们建立了一套系统的行业估值比较体系，在行业被严重低估时买入，在行业被严重高估时卖出，从而获取超额收益。”

◎ 医药和银行哪个前景更好

在独立性和前瞻性之外，邱国鹭特别强调做投资还必须有大局观。

邱国鹭对“大局观”的定义是，对国内外的政策、经济形势要有一个宏观的把握。他坦言，为了弄清楚投资和出口在未来国家政策中的地位，自己曾经把一份中央机关刊物上领导人的文章读了不下10遍。而他对医药和银行两个行业的投资前景的分析判断，也将他的大局观表现得淋漓尽致。

邱国鹭认为，2010年以来部分医药股投资者在分析医改时，把注意力集中在了猜测药品降价20%还是30%上。他认为，降价幅度并不是投资者应该关心的重点，这次医改对行业竞争格局最实质性的改变是医药企业与其下游客户在定价权上此消彼长的变化。以前，药厂的下游是各大医院和一些小流通商，医药制造公司就有定价权。而现在，下游将逐渐转变为大流通商、医保和各个省份的统一招标，除非是独家品种，否则药企对这些新的下游客户缺少定价权。一旦定价权消失，仿制药企业的估值就会向原料药靠拢。例如，尽管欧美老龄化带来了药品用量的快速增长，但欧美的各大医药公司近几年的估值都不到10倍的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，中国医与药之间的不均衡发展，未来也会得到纠正。消除“以药养医”的结果是国家会压缩对“药”的支出比例，加大对“医”的扶持力度，因为中国医疗卫生的瓶颈在“医”而不在“药”。许多人认为医改后用药量会大幅增长，却没有考虑到除非药价大幅下降，患者和医保是无法承担迅速升高的医药总支出的，因此，未来三五年内医药行业难以出现目前高估值所预期的30%~40%的增长。所以，虽然医药行业未来一定会出许多大牛股，但是从行业配置来讲，大幅超配该行业未必是好的选择。

而银行业的投资前景则相反。邱国鹭认为，目前大家对银行业的认识存在一些误区，例如，错误地认为中国的息差是全球最高的，其实包括美国在内的多国银行的息差长期高于中国；再比如，没有考虑到银行的信用卡业务、私人银行业务、代客理财业务等的巨大成长空间。

“许多人宁可以30倍市盈率买消费股，也不愿意以8倍市盈率买银行股。其实，中国消费的增长离不开银行的增长，消费的增速不可能比银行快3倍，但是估值却贵3倍。”2010年6月初，邱国鹭对医药股和工程机械股也做过类似的比较，比较的结果是他在医药股6月份的大跌前把原本大幅超配的医药股通通都换成了机械股。“银行板块盘子大，大家都不太愿意买。其实，把眼光放长一点，大家都不愿意买的股票，反而更有可能是中长期有超额收益的股票。”邱国鹭说。

◎ 跟随市场还是预测市场

对未来市场的走向，是静观其变跟随趋势做投资，还是提前预测，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从容地走在市场前面？从邱国鹭提出“2010年十大预言”和他在投资机械设备板块上成功的埋伏战上，我们很容易获得答案。

2009年年底，在南方基金2010年投资策略报告会上，邱国鹭语出惊人，提出了著名的“2010年十大预言”。“预言”中不少预测都是当时市场普遍认为不太可能发生的“小概率事件”。邱国鹭说，因为是小概率事件，所以，十条预言中如果能有三条被事实验证，就可以算是及格；如果能有五条被验证，自己就非常满意了。如今，2010年已经渐渐接近尾声，邱国鹭的十大预言大部分也得到了验证。

“十大预言”的基本逻辑是：美国经济复苏超预期的同时政策退出晚于预期（预言第一条），并且世界经济不会出现二次探底（第十条），从而拉动中国出口超预期（第二条），出口强劲复苏带来的中国经济走强为政策提早退出创造了条件，同时由于部分城市房价大幅上涨引发担忧（第七条），促使中国货币政策的退出早于预期且力度大于预期（第九条），同时，财政政策继续保持宽松，带动对投资品的需求（第八条）。也正是基于这些大胆的预判，邱国鹭今年大幅超配了工程机械板块。以上各条预言环环相扣，在今年逐一被印证，也让他的投资取得了令人艳羡的收益率。

“预测未来是一件很费力的事情。很多人不愿意做前瞻性的判断，对未来抱着一种不可知论。但我一直认为，作为专业的投资人士，如果不对未来做一个判断，怎么能战胜市场、战胜同业呢？”邱国鹭说。

中国证券报2010年11月15日
记者 江沂 王红群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A股市场是价值投资者的乐土

2008年年底，在次贷危机的狂风骤雨中，在A股最低迷的时候，邱国鹭归来。

他本科毕业于厦门大学财金系，研究生就读于美国罗切斯特大学金融学专业，在美国做了十年投资——六年专户，四年对冲基金。

从美国的对冲基金经理到南方基金公司的投资总监，邱国鹭都一样得心应手，没有任何的“水土不服”。

这一方面因为他是一个乐观主义者，即使在市场最悲观的2008年年底，依然能保持积极的心态。他当时判断美国经济会在2009年中期复苏，并提出加大组合的进攻性，这一策略得到了后来市场的验证。

另一方面，邱国鹭是一个坚定的价值投资者，而投资的最本质规律并不受时间与地域的限制。“你只有买得便宜，才可以卖得便宜。”沃尔玛创始人山姆·沃尔顿的成功法宝，也是邱国鹭的投资信条。

“A股市场是价值投资者的乐土。”邱国鹭的这一感受与大多数公募基金经理相反。“A股市场热衷于炒主题、炒短线，真正做价值投资的人很少，但一种投资方法用的人越少，成功的概率反而越大。”

邱国鹭用自己的实践证明了价值投资在中国的有效性。过去两年半，邱国鹭管理的投资组合平均仓位75%，其中八成仓位锁定在市值80亿以上的大盘价值股。在以小为美的年代，这样的大盘组合却获得了不错的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据光大银行客户经理介绍，在这两年不论公募私募许多产品都纷纷亏损的情况下，邱国鹭管理的南方基金与光大银行合作的一只一对多产品，自 2010 年成立两年来却逆市获得了超过 20% 的正收益，并且成为第一只被延期为无固定期限的一对多产品。在此之前，他管理的另一只一对多产品也同样在下跌市中取得了两位数的正回报。

许多人认为买股票就是买未来，邱国鹭却特别强调现在："我始终信奉加尔布雷斯（Galbraith）说过的一句话：以为自己能够预测未来的人只有两种，一种是无知的，另一种是不知道自己是无知的。"

虽然他认为未来的成长性比现在的估值重要，但未来的成长性是不确定的，而现在的估值则是确定的。"未来确实很重要，但你把握不住，所以我更喜欢买入那些相对于目前的资产、现金流、盈利能力被严重低估的股票。这是胜而后求战，而不是战而后求胜。"在邱国鹭看来，估值是大类资产长期回报的决定因素。投资要取得长期良好的回报，必须少犯错误，而低估值则降低了犯错误的可能性和成本。2009 年年底，他管理的投资组合平均市盈率 15 倍，2010 年年底其组合平均市盈率 12 倍，2011 年年底为 10 倍。

"10 倍市盈率体现的是没有增长的经济。日经指数在 1990 年泡沫顶峰 4 万点时的市盈率是 70 倍，如果当时以 10 倍的市盈率买入，所对应的日经指数为 6 000 点，即使经历了 20 年的经济低迷，到现在也不亏钱。"邱国鹭表示，过去 50 年欧美经济每年增长 2%~3%，平均市盈率在 15 倍左右。因此，即使中国经济只有 4%~5% 的增长，现在以 10 倍的市盈率买入 A 股仍然划算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在强调估值的同时，邱国鹭淡化选时："国外的研究表明，判断一个人有没有选时能力需要54年，判断一个人有没有选股能力只需要18个月。虽然选时很重要，却很难，我还是更愿意做自己有把握的事情。"

在美国的十年投资经历，让邱国鹭对国家比较优势有了深刻的认识。"我做过加拿大、韩国、香港的股票，倾向于投资一个国家或地区有比较优势的行业。比如美国金融、科技、日常消费品、医药的市值占比很高，而在意大利，奢侈品的股票更有投资价值。"在中国，邱国鹭则看好工程机械和寡头垄断的制造业，2010年对工程机械的投资是邱国鹭的经典战役。

邱国鹭善于思考，热爱学习，业余时间喜欢大量阅读各类书籍，特别是历史与金融方面的书。他出身书香门第，父亲是厦门大学财金系教授，他很小就开始接触金融，关于投资，他有很多充满智慧的总结，他的博客、微博都有相当数量的粉丝。

邱国鹭认为，一个优秀的基金经理，应该具备大局观、独立性和前瞻性。以历史的眼光去看，他对中国经济和A股市场都比较乐观。在他看来，A股市场被错误定价的股票特别多，"很多有品牌、有垄断地位、盈利能力强的公司，都很便宜；很多高价股盈利模式反而并不清晰，风险很大。"

证券时报 2012 年 4 月 23 日
记者 杨波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“超额收益主要来自行业配置，国内啤酒业已至拐点”

国内公募基金界，最不怕“见光死”的或许是邱国鹭。他在 2009 年公开宣布 2010 年 A 股”十大预言“后，又于 2010 年抛出了 2011 年的“十大预言”。

幸运的是，2010 年结束后，他的十大预言准确率高达 80%，让投资者惊叹“外来的和尚也能念经”；可怕的是，每个人都在等待他今年的预测结果，谁都知道，在诡谲的资本市场，预测是一件高风险的事情。

今年 38 岁的邱国鹭是位在海外工作了 10 多年的中国人，自 1999 年 6 月开始，他先后担任韦奇资本合伙人、执行副总裁，奥泰尔领航者对冲基金合伙人，普林瑟斯资本基金经理。他 2008 年年底从华尔街归国，进入南方基金公司，目前任南方基金总经理助理兼投资总监。

与多数海归派在 A 股水土不服相比，邱国鹭回国后如鱼得水。他的“十大预言”以高准确率成为国内投资者的市场风向标，在他担任投资总监期间，南方基金的“战绩”也证明了他的实力。

当记者问邱国鹭是否担心“预言会见光死”时，邱国鹭轻松说道：“错就错呗，投资中谁都可能会是错的。”

在邱国鹭看来，预测市场只不过是一项工作规划。他说：“一个好的基金经理要有独立性、前瞻性和大局观，预言实际是一种前瞻性，即通过预言强迫自己在年底做一个规划。”邱国鹭说，每一种预言都包含了多个判断，如果 2011 年的预言能对 5 条，最终体现在基金的业绩上应该是个不错的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“当然，最终落实到基金的投资上不一定完全按照预言来做。我们每半年根据实际情况也会做一次调整。”邱国鹭告诉记者。

◎“大资金是不能完全靠选股的”

邱国鹭毕业于厦门大学财金系，国内投资界出类拔萃者很多是他的校友。

在资本市场流行君安系（曾任职于君安证券）、五道口系（毕业于人民银行研究生部）的时候，实际上还有一个厦大系。在前十大公募基金公司中，有 4 家基金公司分管投资的高管毕业于厦门大学。

与其他几位投资者不同的是，邱国鹭主要的投资经历是在海外，但其对 A 股的熟稔或早于其他人。

“我从小就喜欢投资。”邱国鹭说出这句话的时候，是有相当底气的。据悉，邱国鹭在读大学期间，就“排队买过认购证”，在“营业部大厅看过屏幕，在大户室也留下过痕迹”。

随后，邱国鹭去了美国，并且开始担任基金经理。而海外近十年的职业化投资经历，已经在邱国鹭身上落下了印痕。

一个例子是，2011 年 7 月 15 日，在某酒店的餐厅，当见到记者时，邱国鹭起身、主动而优雅地和记者握手，随后在采访中，又对南方基金同事提供的便利多次表示感谢。在专访期间，邱国鹭对投资理念以及其看好的行业做了详细的阐述，但对于与个人相关的事情则不愿涉及太多。

尽管如此，邱国鹭在专访中侧面解释了他为何加入南方基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“以前做公募基金的时候，平均持有期限是3年，后来做对冲基金，平均持有期限只有3个月，这个落差很大，跟我的投资理念不太吻合。”邱国鹭在讲对冲基金和公募基金的区别时说。

邱国鹭说，他之前做过趋势投资，也做过价值投资，目前是铁杆价值投资者。“估值、品质和催化剂中，公募基金最为看重的是估值和品质。”

而在具体投资中，邱国鹭更强调行业配置。“有统计数据显示，超额收益率主要来自行业配置和资产配置。2 000亿的大资金是不能完全靠选股的。”

“我选的东西本身不贵，但我不能保证它不跌，比如说有个工程机械的龙头股，我去年1月份买的，但在上半年跌了30%，我本来是5个点，跌的时候我继续加仓，之后它涨了3倍。也就是说，从1元跌到7毛，后来涨到2.8元，最终还赚了180%。”

◎ 坚定地买行业龙头

邱国鹭是个网络活跃者，他喜欢在微博上系统梳理对投资的思考。“有些东西是放之四海皆准的，比如要搞懂人性的贪婪和恐惧，才能避免随波逐流，独立性是一个优秀的基金经理必须具备的素质。”

对于看好的行业，邱国鹭在不同的场合也多次阐述自己的原因。比如今年以来，他在不同的场合以及微博上谈到了男装、啤酒以及工程机械等行业。

“看一个公司，我喜欢先把行业特性分析透，不同的行业有不同的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。”邱国鹭表示，他喜欢竞争格局由分散到集中、从原来的无序竞争变为有序竞争的行业，他善于抓住行业的拐点，并且在这个时候去选取拥有核心竞争力的龙头企业。

邱国鹭认为，核心竞争力主要体现在定价权上面，而定价权主要来自品牌和寡头垄断。

“是赢家通吃的行业，再贵我都买龙头，比如说工程机械，我就坚定地买龙头，为什么呢？在美国我们只知道卡特彼勒（排行第一的工程机械生产厂家），不知道排行第二的特雷克斯，在瑞典只知道是沃尔沃，但不知道老二是谁。”

对于啤酒行业，邱国鹭认为“目前已经临近行业的拐点”。“每个国家前三名的啤酒企业占据的市场份额都到了 80% 甚至 90%。目前我国啤酒业前四名已经占据了市场份额的 60%，已经接近行业拐点。”

他接着分析说，中国的啤酒结构中，约 50% 是小罐装的，生啤约占 50%。其中，小罐装和大瓶的价格相同，而生啤售价是普通啤酒的两倍。而在日本，小罐装销售在一半以上，生啤则占了 90%。“这两个指标以后都会提升，以后啤酒的消费主力是 80 后，用瓶装喝是不酷的，你拿着小罐装才酷得多。”

而对于品牌，邱国鹭认为美誉度比知名度更为重要。“我觉得男装的含金量比家纺要高，因为家纺是家里用的。”

“我比较注重长远的竞争力。比如说服装，有人喜欢大学生、年轻人穿的服装的股票，有人喜欢童装的股票，这些我都不买，我买男装股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邱国鹭解释说，男装品牌一旦树立，30 岁获得认可，65 岁的时候还会买。而大学生和童装的客户三五年就换一批，需要不断地重建。

东方早报 2011 年 7 月 29 日
记者 柯智华 肖莉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“狼性 3 号”：一种是跑得快的人，另一种是熬得住的人

“做股票能做好的人，一种是跑得快的人，另外一种是熬得住的人。而我属于后者。”在南方基金一个安静的办公室里，邱国鹭边说边走向书架，把书架下的几瓶矿泉水递到记者的面前。整个办公室只有小小的几平方米，在邱国鹭的椭圆形的桌子旁边，透过窗户可以看到外面的车水马龙。

他称自己为“熬得住”的人。有的时候，“狼性”不仅仅表现在冒进的投资上，在邱国鹭身上，记者看到的“狼性”是坚持自己的投资理念，更有耐性。

邱国鹭给人的感觉就是永远都要坚持，厚积薄发。给行业配备研究人员，公司几乎是一个研究员覆盖一个行业，有的还是两个研究员一个行业，强调深度研究。用他自己的话说，就是：“宁打一口井，不挖十个坑。”

但是实际上，耐性说起来容易，做起来就不那么容易了。华尔街十余年的专户投资和对冲基金投资经验，让邱国鹭更具有大局观。相比较国外，国人对于投资即使追求的是长期效益，短期也还是难以忍受盘面下跌的风险。就像“鱼与熊掌，不能兼得”，国人永远只是把它当作奉条，在实践中总是抛之脑后。

◎ 和南方基金的不解之缘

和邱国鹭谈话，让人感觉轻松，丝毫没有距离感。邱国鹭有一说一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有二说二的真性情使得他很平易近人。公司员工也都觉得他人很随和，但是有员工告诉记者："邱总做事的严谨、认真叫人佩服。"

邱国鹭在2008年年底加入南方基金，而2008年正是股市大跌人心惶惶的时候，邱国鹭可谓临危受命，从华尔街直接回国，和南方基金结缘，现任南方基金的投资总监，总经理助理。

2009年，南方基金作为首批"一对多"获批的公司，任命这位具有长期海外绝对收益投资经验的老总亲自操刀，来管理公司的"一对多"产品。在国内，亲自任命投资总监来管理专户理财的不多，南方算是开了先例，足见公司的重视程度。

时间也证明了南方基金公司当初决定的正确性。邱国鹭不仅把一对多的业绩做得很好，而且自从他上任以来，南方基金公司旗下基金业绩表现突出。而邱国鹭把业绩改善明显的原因归结为公司在投研团队"改头换面"的结果。

基金业人员流动已经是稀松平常的事情了，而南方基金作为基金业的龙头老大，在全行业都头疼的"人员"问题上，也不能放松。此次采取的基金经理负责制南方基金算是推出的先例。邱国鹭一谈及这个就很兴奋，因为这是南方基金在人才机制改进方面的一个举措，更重要的是现在已经初见成效。

实际上，在公募基金普遍面临人才流失的困境时，南方基金在引进人才上斩获颇丰，在过去一年引进了四位长期业绩优秀的资深基金经理。而这些都和南方基金的人才机制改革息息相关，此次的举措实际上是放大基金经理的权限，使得他们有更好的展现自己的平台。公募为什么人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才流失严重？邱国鹭认为，最关键的问题还是人才机制没有给予充分的展示空间。

◎ 他最有“耐性”

华尔街这十余年的工作经历让邱国鹭懂得了不管什么时候都要做市场的“少数者”，即逆向思维。“熬得住”的意思更是延伸为运筹帷幄，不管是“跑得快”的，还是“熬得住”的，都是投资市场的聪明者。

邱国鹭深深地明白，高增长不一定能够带来高效益。他一直强调一种安全边际，这也正是他的做事风格，在人生的坐标上，他选择的不是速度，而是冷静的分析、研判，来得出最终的结论。用一种非常接近价值的投资方式去获取最大的效益，而这正是邱国鹭的投资心得。

很多人都会误以为股市上的“大家”都是那种眼光犀利到什么时候都能看到涨跌的人，实际上，除了这种高瞻远瞩的本领之外，更多的是一种减少损失的能力。就连“股神”巴菲特，也不能每次都判断无误，但是最重要的是，他能做到最后赚的钱比别人多。

而在邱国鹭身上，记者看到的就是这样的光点。做市场的聪明者、独立、前瞻并有大局观，是邱国鹭最具有特色的几个标签。

“如果说每一个国家都有一个代表性的行业，那么中国就是高端制造业。”邱国鹭说。他认为，只有具有代表性的，能代表一个国家的全能产品，世界知名的产品，能参与国际竞争的产品，才具有长期的投资价值，未来两到三年，中国的产业升级会成为必然趋势，而高端制造业会成为中国的“另类标签”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许正是邱国鹭这样能“熬得住”的人，才能看到未来的大趋势，再加上持之以恒的坚守，才会看到最终的结局。而这个漫长的等待过程，更是人的耐性得到极致发挥的地方。邱国鹭就是这样有耐性的人。

21 世纪经济报道 2010 年 9 月 13 日
记者 董华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资戒盲目，慎选“风口的猪”

针对目前新兴行业的投资，现在有一个说法是说要选“风口的猪”，只要风来了猪都能飞。但南方基金投资总监邱国鹭提醒，投资者要保持谨慎，“核心的问题是这个风口有几头猪？”

2013 年年末，沉寂了一年的 A 股市场突然变得热闹起来，新股发行体制改革意见出炉、IPO 开闸、新三板扩容，一系列增量措施引发资本市场大讨论。

经历了价值质疑的创业板正在努力寻找自己的定位，财务增长指标排除了其他可能的估值体系，互联网高科技公司长期以来只能谋求“外向型”发展。能否对特定行业接纳新的估值模式、放弃财务实质判断，正在讨论当中。

2013 年以来，单边做多策略带来的问题逐步累积，市场对于对冲策略的需求十分明显。在未来对冲工具进一步丰富的愿景下，如何划分风险、形成有效策略更为关键。

在这样的背景下，我们专访南方基金投资总监、投资决策委员会主席邱国鹭，分析讨论买方如何适应未来创业板新的估值模式，如何应对市场变化、形成有效的对冲策略，并对市场政策的变化给出点评。

记：创业板 IPO 和再融资的改革方案已经传出，其中一条是关于互联网、高技术公司未来可能不需要盈利即可发行上市。对于买方而言，未来在参与新股认购和二级市场投资的过程中，如何对互联网公司进行估值？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邱：对互联网企业取消盈利要求，这是一个正面的事情。衡量一家公司质地的标准有很多，特别是对于互联网或者新兴行业，可能短期内企业没有盈利，需要关注它的市场定位、市场份额、流量等。比如市值1 000多亿美元的亚马逊，至今不怎么盈利，但它在电商中的龙头地位是不可替代的。

现在创业板有很多公司估值不低，但核心竞争力并不高。说创业板的股票估值高，不完全是因为市盈率太高，而是因为它们在行业内的竞争地位并不那么突出，更多的只是沾到一点概念。互联网、高新技术类企业的发展关键在于团队、市场定位和在行业中的地位。只要信息披露真实全面，市场就可以做出正确的评价。

1999年的互联网泡沫前，市场曾提出新经济，新的估值体系，这套估值体系并不完全依赖公司的盈利状况。但此后纳斯达克指数从5 000点跌到1 000点，暴跌了80%，一些拼眼球的公司普遍都跌了90%以上。这些公司肯定是有价值的，但是这类公司的估值本身就很难估，股价波动性就很大，因为它本身不赚钱。

关键的是你怎么发现这样的公司？互联网大多数都是赢家通吃的游戏，行业第一名能占行业份额的70%，第二名能占20%，第三名大概只有10%，第四名基本上就没有意义了。这种情况下，首先就是两个基本判断。第一，这个行业的未来是不是赢家通吃？像腾讯、百度、阿里巴巴，其实就是平台式的通吃，或者是入口式的通吃。腾讯是人与人之间的平台，百度是人与信息之间的平台，阿里巴巴是人与货物之间的平台。这决定了它的行业空间。一家公司在这种行业中一马当先，后面的人只能拼命追赶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，行业的领先者是不是有先发优势，而且要评估先发优势是不是后面人很难颠覆、很难追赶的。比如团购就不具有平台优势，因为团购是一拥而上，很难赢家通吃。手机制作也很难做到赢家通吃，因为技术变化太快，就像诺基亚、摩托罗拉，很快硬件就被别人颠覆掉了。

记：在互联网、高新技术产业放开盈利标准的时候，对于买方而言，会面临哪些挑战？

邱：现在有一个说法是说要选“风口的猪”，只要风来了猪都能飞。但对于投资者而言，核心的问题是这个风口有几头猪？比如，过去十年手机制造是属于硬件当中最强的一个领域。十年前，波导是“手机中的战斗机”，TCL、夏新这些做电视的公司都做过手机，但这些最后都被快速超越。这说明，过去十年手机制造业的风口，风不可谓不强，也不可谓不持久，但问题在于风向经常会变，而且风口的猪太多，竞争太激烈。相比之下，像家电制造、空调等这些技术变化不太大、并不在风口的白电，反而出了格力、美的等 10 多倍的牛股。

我个人对现在的创业板还是保持一种很谨慎的态度，一方面是它的估值很高，另一方面是这些公司我没有看出一种很好的核心竞争力。不是说我们不看好互联网，但看互联网可能是需要新的角度和标准。

我感觉，对于互联网，需要从一种“狗年”的角度去看。狗年是什么意思？三岁的狗就相当于三十岁的人。一个两岁的互联网企业就相当于一个二十岁的传统行业。比如移动互联网这个行业还很新，但仔细看里面的细分行业，不管是搜索、杀毒、软件分发平台、社交领域如微博、游戏领域等，其实很多领域的前三名，都已经若隐若现地看清楚了。创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业板许多公司都在第四名以外，很难给高估值。而创业板中一些在行业中排名靠前的，又是处于内容行业，比如游戏内容，需要依靠平台分饭吃，赚的月流水当中，七成到八成要分给平台，而且行业竞争十分激烈，整体而言没有可持续性的优势。

这些特点就需要买方根据对行业的研究和理解，对公司价值进行进一步的挖掘，需要更加谨慎的判断。

记：2013年以来，单边做多的策略受到比较大的冲击，不少金融机构都在寻求可行的对冲策略。作为买方，你认为行业在对冲策略方面产生了哪些变化？买方应该如何适应？对冲策略是否都具有一个“有效期”？

邱：行业在对冲领域的变化可以很直接地感受到。第一，市场的需求增加。过去五六年主板市场跌多涨少。这种情况下，大家对绝对收益和对冲策略的需求的增加是很自然的。第二，工具的增加。原来的对冲工具缺乏，现在可以有股指期货，未来个股期权、个股期货这些工具都会很快地推出。第三，人才储备增加。我自己在海外做了十年投资，其中也有四年做对冲基金，我知道做对冲对风控能力的要求比单向持股高得多。

我需要指出的是，对冲不是没有风险，它只是对冲掉市场风险。而市场风险只是众多风险中的一部分。比如配对交易，你买入A股票，卖空B股票，这样可以对冲掉市场风险。如果A和B属于同一个行业，你还可以对冲掉行业风险。但是你没办法对冲掉个股风险。

再比如，你买入A，卖空B，最后B涨了A跌了，你可能承担的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双倍的个股风险。所以有的人是认为对冲是没风险，这不是一个正确的看法。

只不过对冲你可以选择哪些风险你不承担，哪些风险你承担。而你不承担风险的同时，你也放弃掉一些潜在收益。比如如果不承担市场风险，未来出现一个大牛市，可能就享受不到上涨带来的好处，只能得到的是选股能力带来的益处。对冲能够把选股能力和市场弹性分割开来，其中每类有几十个风控因子，可以对任意一个风控因子选择中性。

今年的对冲策略很多人做得好，有可能就是买创业板，卖空沪深300。但市场风险被对冲掉的同时，也有风格风险。更严格的对冲要求买的股票和卖的股票的市值大小要差不多。所以同样是对冲策略，还是分很多层次的。

海外一般形成的既有策略不怎么变。因为在海外，如果基金经理出现风格漂移是一个很严重的事情。你要是跟客户说你是价值投资，结果买了一堆成长股，或者你是做个股挖掘的，结果最终持有200只股票。这就是风格漂移。

我们讲究术业有专攻，每个基金经理做自己擅长的事情。每个策略里面竞争都是很激烈的，比如做可转债套利、衍生品、债券对冲，或者全球宏观，每个都分得很细。国内因为市场变化多，有些人可能风格不那么一致，但结果未必不好。

至于说一个策略是不是有一个有效期？是不是用的人多了它就不灵了？这是有可能的。特别是在定量策略上面会比较突出一点。像基本面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略就不存在这种问题。每个策略都有一定的容量。特别是对一些交易比较频繁的策略，对容量的限制更明显。不同的策略容量不一样。比如高频交易的容量就不会太大，真正好的基金都是封闭的。

财新网 2014 年 1 月 10 日
记者 郑斐　实习记者 林姝婷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记

我一直在思考一个问题，为什么美国的科技股过去 50 年表现如此优异，但是长期业绩领先的投资大家们，从巴菲特、芒格、索罗斯、彼得·林奇、邓普顿、安东尼·波顿、约翰·内夫到格兰桑，却都对科技股保有长期的谨慎态度？为什么那些热衷于投资科技股的基金经理们，虽然在数年间各领风骚，却鲜有持续二三十年业绩突出者？

主要有三个原因。

第一，科技进步内在的突变性决定了科技股投资人业绩内在的不可延续性。从 PC 时代的微软、英特尔到互联网 1.0 时代的雅虎、美国在线，再到互联网 2.0 时代的 Facebook、Twitter，从功能机时代的诺基亚、摩托罗拉到智能机时代的苹果、三星，每一次貌似漫不经心的技术更替，都有可能演变成改朝换代的颠覆性飞跃，让原有的行业领先者一夜之间发现护城河被夷为平地，或者进攻者已经绕过旧城在别的地方建起一座更大更辉煌的新城。绝大多数投资者很难在每一次的技术变迁中都跟上节奏，而技术更替的残酷性又决定了一次错判就有可能导致毁灭性的投资后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，科学技术是不断变化的。蒸汽机、汽车、飞机、电话、收音机、电视、计算机、手机，每一个年代都有划时代的新技术，但是喜新厌旧、贪婪恐惧的人性却是不变的。新技术肯定是好事情，谁都想要；想要的人太多，估值就过高了。过高的估值往往透支了任何新技术未来可能产生的收益，过高的期望最后总是以过多的失望告终。

第三，虽然新技术的前景广阔，初期的行业格局却非常散乱，绝大多数投资人很难在事前判断出谁是最终赢家。一旦不能押对赢家，行业发展再好也没有意义。电子商务如今大行其道，但是对于 15 年前买了 eToys、WebWagon 那些后来破产了的电商企业的投资人来说，又有什么意义呢？

然而，大多数人还是在 60 倍估值的创业板中寻找着十倍股、期望着一夜暴富。硅谷曾经有过统计，在风险投资的 1 000 个项目中，扣除最成功的 8 家，其他的 992 家是不赚钱的，而这 8 家则是成百倍上千倍的暴利，并因而成为报纸的头条。榜样的力量是无穷的，大到能够掩盖背后的巨大风险和沿途无数的失败者。

现在的估值与未来的成长性相比，哪一个更重要？当然是成长性更重要，但未来的成长性是不确定的、难把握的，而现在的估值则是确定的、可把握的。未来确实很重要，出类拔萃者大多对未来有着前瞻性的预判。我非常钦佩的一位投资人，他对行业和公司未来发展变化就有很深的洞察力，他管理的基金成立近 9 年来在传统行业和新兴行业中都创造了令人惊叹的投资业绩，但是这种洞察力和预见性对绝大多数人来讲是一件可望而不可即的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身高是无法训练的。迈克尔·乔丹、老虎伍兹能做的事不一定是每个人都学得来的。临渊羡鱼不如退而结网，投资必须把握你能把握的东西，所以对多数人而言，也许更应该买入那些相对于目前的资产、现金流、盈利能力被严重低估的股票。**知道自己的能力边界，发挥自己的优势，买便宜的好公司，注意安全边际，注重定价权，人弃我取，在胜负已分的行业里找赢家，这些貌似投资中最简单的事，其实也是投资中最本质的东西**。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化
Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

作者稿酬将全部捐给先父邱华炳毕生从事的教育事业和关心的家乡公益事业

在波澜起伏的投资决策中，化繁为简的过程并不简单：需要在攀登过程中能冷静停下来回顾的反思能力，需要一览众山小的大视野和大格局，也需要直击投资本质的洞察力。邱国鹭先生的这本书，凝聚了他在长期的投资生涯中进行化繁为简的投资的不断努力，以及这种努力所累积的成果。

巴曙松
研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，哥伦比亚大学高级访问学者

投资本是复杂的，之所以说投资中最简单的事，我以为有两个原因：其一是对投资理解得深，理解得透，所谓大道至简，很多事其实想清楚就简单了；其二是投资者常常因为患得患失而心态失衡，从而做出有悖常理的判断和决策，但投资的本质一定是符合常理的，因此也是简单的。看过这本充满睿智的书，相信会对投资有更深刻的理解。

詹余引
全国社会保障基金理事会投资部主任

坚守科学理性的投资理念，是对智慧与定力的考验。构建自成体系的投资方法，是专业与水平的反映。相信简单而非复杂，相信常识而非奇迹。邱国鹭的投资心得给投机取巧、迷信一夜暴富者以极大警醒，独具特色，独树一帜。

陈鸿桥
国信证券股份有限公司总裁

邱国鹭先生是价值投资“知”“言”“行”合一的践行者。本书以优美的文字、经典的案例和中西合璧的思维，将价值投资理念和方法向读者深入浅出地娓娓道来。价值投资在中国资本市场的主流化，将促进我国金融资源的有效配置，在转型时代具有不可或缺的社会功用。

裘国根
重阳投资董事长兼首席投资官

一本关于投资的好书，有内容，有思想，值得一读。

赵丹阳
赤子之心资产管理有限公司总经理


更多阅读资讯，
尽在湛庐微信平台


加入“庐客汇”，
与爱读书的人相遇

上架指导：金融投资/个人理财


ISBN 978-7-300-19623-7

定价：45.90元